أ. د. رجب أبودبوس

البورصة

حقائق وأوهام



المركز العالمي لدراسات وأبحاث الكتاب الأخضر

البورصة

أوهام وحقائق

أ.د رجب بودبوس

حسن يوسف الكموشي

البورصة

أوهام وحقائق

منشورات

المركز العالمي لدراسات وأبحاث الكتاب الأخضر

الطبعة الأولى 2004

رقم الإيداع : 6285

ر.د.م.ك : I.S.B.N: 9959.26.075.5

حقوق الطبع محفوظة للناشر

المركز العالمي للدراسات وأبحاث الكتاب الأخضر

www.greenbookstudies.com

هاتف : 218.21.4440705-4445565

بريد مصور : 00218.21.3330809

بريد الكتروني : info@greenbookstudies.net

تنفيذ فني وتصميم الغلاف :

تانيت

الفهرس

(1)

وما أدراك ما البورصة؟!

يكاد يجمع الباحثون على أن أصل الكلمة، بورصة، يرجع إلى عائلة نبيلة من منطقة بروجيس، واسمها: فان ديربورس، والتي يقع منزلها في ساحة يلتقي فيها التجار ليقوموا بعمليات التبادل والسمسرة.

البورصة تشمل مختلف أنواع التبادل، سواء ما تعلق بالمواد الخام، والسلع، والعمل؛ لكن عندما يكون نشاطها غير محدد، فإنها تعني بورصة "القيم valeurs" حيث يجري تبادل الأسهم والالتزامات وما يتفرع عنها مالياً.

عرفت البورصة تطوراً إعلامياً مهماً، منذ سنوات الثمانين، وهذا بسبب زيادة أهمية المال في النشاط الاقتصادي، وبوادر التحول إلى رأسمالية مالية، والذي جعل البورصة في مركز النقاش حول موضوعات مثل: العولمة، العمل، التقاعد، الإصلاح الضريبي، التنمية المستدامة؛ حتى إنه لم يعد هناك موضوع يتعلق بالمجتمع إلا ويشير إلى البورصة بشكل أو بآخر.

خلال هذه الفترة، من التحول إلى الرأسمالية المالية، اكتسبت

البورصة أهمية كبرى، خاصة في بعض المجتمعات، وبرز توجه عميق أدى إلى زيادة منتظمة لعدد مالكي الأسهم، والمتعاملين مع البورصة، حتى وصل عددهم، أحياناً، في بعض المجتمعات إلى أربعة أضعاف ما كان عليه منذ عشرين عاماً.

بالنسبة لهؤلاء، يبدأ نهارهم بالحصول على مؤشرات بورصة طوكيو، ومساؤهم ينتهي بمؤشرات وال ستريت، وما بينها يتابعون نشرات بورصة باريس.

الصحف، الإذاعات، المرئيات تتسابق في تقديم المعلومات عن أسعار البورصة، وأحوالها، بل منها ما يرى مهماً أن يذيع بشكل مستمر، وطوال اليوم، تطورات مؤشرات البورصة.

في الحقيقة تدفق المعلومات البورصية هذا، لا يهم، مباشرة إلا أقلية من الناس، من المحترفين، السماسرة، الذين يكونون ثرواتهم من خلال تقلبات أسعار البورصة، ونسبة ضعيفة من ملاك الأسهم الذين يتابعون محفظتهم. الأغلبية الساحقة من الناس، تتكبد هذا التدفق دون أن يهمها أو حتى دون أن تفهمه أحياناً.

في سنوات 1998 – 2003، شهد المتعاملون مع البورصة، تداول مرحلتين:

- مرحلة الازدهار الهائل الذي صنع ثراء البعض، وغذى

الأحلام والطموحات.

- ثم مرحلة الانهيار الكبير الذي حبَّط الهمم، وغذى الشكوك، وولد المرارة والإفلاسات.

أول ما يجب توضيحه هو ما يتعلق بالأدوات المالية، التي يجرى تبادلها في البورصة.

من بين هذه الأدوات المالية، الأسهم هي الأكثر شهرة، والأكبر امتلاكاً، وتبادلاً، لكن البورصة لا تقتصر على الأسهم؛ هناك أيضاً منتجات مالية أخرى، مثل الالتزامات، لكنها تثير اهتماماً أقل.

بالنسبة للكثيرين، البورصة مملكة الأسهم، وهي مجال؛ حيث في الدوغما المتفائلة غالباً، يعيش جنب إلى جنب: الشركات التي تجد فيها عوائق أكثر مما تجد الدعم الذي تبحث عنه، والمساهمون، أي المستثمرين المؤسساتيين الأقوياء جداً، ثم أولئك الذين يدعون: صغار حملة الأسهم.

النظر إلى البورصة يختلف حسب اللحظة، وحالتها في تلك اللحظة، هكذا لا ينظر إلى البورصة، بعد انهيار طويل مصحوباً بأزمة ثقة، بنفس الطريقة التي ينظر إليها بها في قلب فترة تفاؤل وازدهار.

البورصة ليست فقط موضوع خلاف وجدال بين خصوم وأنصار النظام الليبرالي، الذي تعتبر البورصة أحد أهم رموزه؛ وإنما هناك أيضاً نمط آخر من النزاع بين اليقين المعلن عنه، أحياناً، بقوة وإجماع، وبين المنطق السليم أو الدراسات التي لها ما تقوله في هذا الموضوع.

البورصة تمول الاقتصاد!؟

بورصة القيم هي المكان الافتراضي؛ حيث تدخل في علاقة مباشرة ودائمة، كيانات تبحث عن الرأسمال، مع الذين يملكون الرأسمال، في سوق النقود هذا، تجد الشركات مصدر تمويل بديل عن العروض التي تتقدم بها المصارف. أما الدول، والبلديات، فإنها تقترض ما تغطي به عجزها، بينما الأسر أو المؤسسات المالية تقدم مواردها المتوفرة إلى هؤلاء وأولئك.

رغم اختراعات الماليين، الذين وضعوا في السنوات الأخيرة حلولاً أكثر تعقيداً، وأدوات مالية متنوعة، فإن السهم يظل الأداة الأكثر استعمالاً في البورصة.

السهم هو سند ملكية، يمنح ما لكه عدداً من الحقوق مثل: المشاركة في الأرباح، حق التصويت في الجمعية العمومية، وحق الحصول على المعلومات؛ هكذا أن تكون مساهماً في شركة، يعني أنك تملك جزءاً من رأسمال الشركة.

أما مالك السندات المسماة التزامات، وهي ثاني الأدوات مالية الأكثر استعمالا، فإنها تعني الإقراض، أي أن مالكها أقرض نقوداً، مقابل فائدة والتزام بالسداد. الالتزامات إذن سند دين يضمن لمالكه فائدة تعاقدية محددة سلفاً، كما يضمن السداد في تاريخ محدد لمبلغ الدين المحدد حين إصدار السند.

وتختلف الأسهم عن الالتزامات، في أن الأسهم غير محددة الأرباح، وأن الأرباح تتحدد حسب أحوال السوق، كما أن أجلها أيضاً غير محدد يبدأ من لحظة الشراء إلى زمن غير محدد. بينما الالتزامات محددة الفائدة سلفاً وتاريخ سدادها أيضاً محدد.

ملاك الرأسمال ليسوا أهل إحسان، إنهم يقرضون وفقاً للالتزامات أو يشترون أسهماً، بهدف الربح، هذا الربح يكون واضحاً ومحدداً فيما يتعلق بالالتزامات – الحصول على فائدة محددة منذ إصدار السند، لكن الربح غير مؤكد فيما يتعلق بالأسهم، إذ إن توزيع الحصص ـ الفوائد ـ يتوقف خاصة على ما تحققه الشركات من أرباح.

للوهلة الأولى، هذا الوصف للسوق المالي، يعطي صورة نظام كامل، حيث أصحاب المدخرات يحصلون على عوائد عندما يستثمرون؛ حيث الاقتصاد في حاجة أكثر لأموالهم. هكذا يذهب البعض إلى أنه إذا الشركات كانت محرك الاقتصاد، فإن البورصة

هي وقود المحرك.

هذه النظرة ترضى غرور عدد كبير من ملاك الأسهم، الذين يتخيلون أنفسهم هكذا ، أصحاب أعمال، شجعان، يساهمون في تطوير الشركات التي هم من ملاكها. يشهد على هذا بعض مداخلاتهم في الجمعيات العمومية، أو رسائلهم إلى رؤساء الشركات، ومواقف روابط المساهمين، والتي تطرح مطالب تراها شرعية؛ لأن الشركات تعيش وتتطور بفضل الرأسمال الذي يقدمه المساهمون.

لكن الأداء اليومي للبورصة يجرى على نحو آخر.

من أجل فهم أداء البورصة، من المفيد أن نميز بين "السوق الابتدائي" و"السوق الثانوي" وهما يتطابقان بشكل ما مع ما يوصف بالجديد والمستعمل.

السوق الابتدائي يتعلق بما هو جديد، أما الثانوي فيتعلق بما هو مستعمل.

عندما تبحث شركة عن تمويل، فإنها تستطيع طرح أسهم جديدة، من خلال زيادة رأسمالها، العملية تجرى بين الشركة وبين المشترين المهتمين، الذين يقدمون لها المال، الذي تستخدمه فيما تحتاجه. هذه العملية تجرى في سوق ابتدائي. هكذا تزيد شركة ما

رأسمالها ؛ بأن تطرح مثلا مليون سهم جديد ، وتحصل على 15 مليون دينار ، والتي يمكنها استخدامها إما لتخفيض ديونها أو لتطوير وسائل عملها.

مع ذلك تجب ملاحظة أن المعاملات في البورصة لا تستهدف كلها تمويل الشركات. هكذا أحد ملاك الأسهم ، يمكن أن يجدها فرصة للتخلص من الأسهم ، وتحويلها إلى نقود ، وهذا هو الحال عندما من خلال الخوصصة ، الأموال المتحصل عليها من بيع الأسهم ، تكون في صالح الدولة ، وليست في صالح الشركة المعروضة للبيع.

السوق الابتدائي لا يدوم إلا لحظة ، في نفس اللحظة التي تشتري فيها اسهم جديدة ، يمكن أيضاً بيعها وشراؤها ، بحرية ، ما بين المستثمرين ؛ بمعنى أن أحداً من الناس يمكنه شراء أسهم جديدة وبيعها في نفس اللحظة ، حرية الشراء والبيع تعتبر أساسية في كل بورصة ، الأمر هنا يتعلق بالسوق الثانوي ، والذي يتحكم فيه العرض والطلب ، كما هو الحال بالنسبة لكل سلعة ، وكل عملية من هذا النوع تتعلق بلقاء البيع والشراء ، حيث السعر وعدد الأسهم المعروضة يتطابقان.

نتاج عمليات تبادل الأسهم ـ بيعاً وشراءً ـ في السوق الثانوي ليست في صالح الشركة ، ولا تستفيد منه الشركة التي يجرى تبادل

أسهمها، فهي لا تحصل من هذه العملية على أي قرش، هكذا الحجم الهائل للأموال في البورصة، مليارات الدولارات يوميا، لا يمكن القول أنها في صالح الشركات، أو أنه تدفق رأسمال نحو الشركات. عندئذ من الصعب قبول الزعم بأن البورصة تمول الاقتصاد عن طريق تمويل نشاط وتطور الشركات.

ما فائدة السوق الثانوي إذن؟ حيث إنه لا يساهم إطلاقاً في تمويل الاقتصاد؟ الشركات حالما تطرح اسهماً للبيع، فإن هذه الأسهم تصير سلعة تباع وتشترى دون عائد على الشركات.

السؤال مهم قدر أن هذا السوق يمثل الأغلبية الساحقة لنشاط البورصة السنوي، حتى في اللحظات الصعبة، كما حدث عام 2000 ـ 2002 وفق إحصائيات منشورة، حجم التبادلات في سوق الأسهم، في بورصة باريس، بلغ 1002 مليار اورو، أي أكبر من قيمة كل الشركات المسجلة في البورصة. في نفس الوقت لجوء الشركات إلى السوق، من خلال طرح أسهم، أو أدوات مالية أخرى، لم يتجاوز ما حققه لها من رأسمال مبلغ 25 مليار أورو. إذا قارنا حجم التبادلات البالغ 1002 مليار د، بحجم الرأسمال الذي تحصلت عليه الشركات من السوق، البالغ 25 مليار، فإننا ندرك ضآلة مساهمة البورصة في تمويل الاقتصاد.

نقاد النظام الليبرالي يرون في هذا النشاط، مضاربات غير

منتجة، وحتى ضارة بالنسبة للاقتصاد. ولا يمكن لأحد إنكار أن شراء وبيع نفس الأسهم، عدة مرات في اليوم الواحد، وبشكل متواصل لا ينتج شيئاً محسوساً مفيداً للمجتمع، ويضر أيضاً بحياة واستقرار الشركات. وقد يستنتج من هذا أن السوق الثانوي لا جدوى منه.

مع ذلك العلاقة بين السوق الثانوي والسوق الابتدائي، تبدو لأنصار البورصة، ضرورية. بالنسبة لهم السوق الابتدائي لا يمكنه الوجود دون قرينه السوق الثانوي؛ ذلك لأنه بالنسبة للمستثمر الأصلي، ذلك الذي يقدم فعلاً ماله لشركة ما، ويشتري أسهماً في السوق الابتدائي، يواجهه خطران: انخفاض قيمة الشركة، وغياب مشترٍ للأسهم التي تحصل عليها مقابل نقوده. إن المستثمر الأصلي لا يجازف بشراء أسهم جديدة، إلا إذا كان يتوقع إمكانية بيعها.

هكذا لتقليص الخطر الثاني؛ فإن المستثمر الأصلي يكون أكثر ميلاً لشراء أسهم جديدة وتقديم رأسماله، إذا كان لديه شعور بأن مستثمراً آخر سوف يحل محله في اللحظة التي يختارها. هكذا كل تقنين لهذه العملية أو تحديد عدد الأسهم المشتراة أو المباعة يلغي فعالية البورصة.

من نظرة مقارنة، الشركة التي أسهمها أكثر سيولة، أي يجري تبادلها بشكل سهلٍ، تكون أكثر جاذبية، وأقل مخاطرة وهذا يعني

أن عدد أسهمها في التبادل يكون مرتفعاً .

إذن لكي يعمل السوق الابتدائي ، فإن آلية ما يجب أن تسمح للمستثمر بحرية الاحتفاظ بأسهمه ، الزمن الذي يريده ، سواء كان عشر سنوات ، أو عشر دقائق ؛ هذا هو سبب وجود السوق الثانوي ومبرر أدائه.

السوق الثانوي مشهد مضاربات دائمة ، صار محل اعتراض عدد من الأصوات ، يزداد مطالبة بالإصلاح.

من بين المقترحات التي قدمت من أجل الإصلاح ، كان تحديد زمن كحد أدنى لامتلاك الأسهم ، أي عدم بيع الأسهم إلا بعد مضي زمن محدد على شرائها ، وفرض ضريبة عالية على فائض القيمة المتحقق من عمليات شراء وبيع متقاربة ، لكن لم ينفذ أياً من هذه المقترحات.

لأن هذه الإجراءات المتخيلة ، من أجل تنظيم البورصة وإعادة تركيزها في طبيعتها الأولى ، كدعامة للرأسمال ــ لا تقود إلا إلى جعل هذه المهمة أشد صعوبة.

هكذا أكثر من 95٪ من نشاط البورصة يمثل الزيت الضروري للآلة ، لكي تستطيع لعب دورها "الفاضل" في تمويل الاقتصاد ، بينما 5٪ فقط يوجه فعلاً لتمويل الاقتصاد ! الآلة هكذا تبدو شديدة

الإسـراف ! إنهـا تسـتهلك 95٪ مـن النشـاط لكـي تمـول 5٪ مـن الاقتصاد.

لهـذا تـبدو البورصـة للكـثيرين غـير ضـرورية ، إضـافة إلى أنهـا ليست ممـراً إجبارياً من أجل تمويل الشركات ، ثمة أشكال أخرى من الـتمويل ، كالقـروض المصـرفية ، الـتمويل الذاتـي ، أي الـدخل المتحقق من نشاط سابق ، والرأسمال الخاص ، وفي بعض الحالات ، خاصـة ، مـن أجـل دعـم الـتجديد ، فـإن المسـاعدات والمخصصـات العمومـية ، تمـثل أشـكالاً بديلـة للأسـهم في الـتطور ، هـذا الأسلوب لازال يمثل جانباً مهماً في تطوير الاقتصاد.

(2)

البورصة: كازينو قمار!

المستثمر الـذي اشـترى أسـهم شـركة مـا، يمكـنه أن يسـعد بعـد ذلك؛ لأن أسهمه حققت أرباحاً، وعلى العكس فإن ذلك الذي صار مساهماً في شركة أخرى، لمدة سنتين، يتكبد خسارة.

مصطلح بورصة يشبه كثيراً مصطلح "اللعب" ألا يقال أن فلاناً يلعب في البورصة، ونسمع أن حملة الأسهم في البورصة يبحثون عن استعادة الربح بعد الخسارة، بسبب ضربة رأس، أو مزاج، بينما آخرون حققوا "الضربة الكبرى" بعد رهان؟!

هذا التشابه بين البورصة ولعب القمار، يقول به خصوم النظام الليبرالي، ومع أن البورصة مكان تبادل، بيع وشراء، وهذا ليس كازينو، لكن، مع ذلك بينها نقاط مشتركة كثيرة.

في الكازينو كما في البورصة يجرى اللعب بالنقود، إننا نربح أو نخسر، كلاهما مشهور بأنه يصنع الثروة ويدمرها في لحظات، وفي أسوأ الظروف، الخسارة، بسبب استثمار سيئ تقود إلى الانتحار، كما هو الحال خلال أزمة البورصة عام 1929، تماماً مثل اللاعب الذي يخسر في القمار، يمكنه أيضاً الانتحار.

في الظروف اليومية، التخبطات العشوائية، لمجرى البورصة، وتقلبات الأسعار، تعطي الإحساس بلعبة قمار، وعندما حركة الارتفاع أو الانخفاض تكون عامة وسريعة، يصير من الممكن ربح قدر مهم من النقود في زمن قصير، لكن هذا يتوقف على الحظ كما في الكازينو، وليس على التحليل الاقتصادي للسوق وللشركات.

توجد أدوات مالية، بطبيعتها ذات تقلبات حادة، إنها المنتجات المتفرعة، لنتخيل أحد ملاك هذه الأدوات، "حق شراء سهم أو Option"، إنه يملك حقاً لشراء سهم بسعر محدد مقدماً، وليس واجباً، هذا الحق له قيمة مالية محسوبة باستمرار بواسطة موديل رياضي معد بدقة، لنأخذ مثلاً حق شراء يسمح بشراء سهم بسعر 15 أورو، إذا وضعنا أنفسنا في نهاية فترة استحقاقه، عندما مالكه يستطيع استخدامه، وأن السهم يساوي 16 أورو، فإن قيمة حق الشراء تكون 1 أورو؛ لأنه يسمح بشراء السهم بسعر أقل من 1 أورو من سعره في السوق. وإذاً في تلك اللحظة صار السهم يساوي 20 أورو، وليس 16 ، فإن حق الشراء يصعد إلى 5 أورو. هكذا حق الشراء يتضاعف 5 مرات، على العكس إذا هبط السهم إلى 15 أو أقل، فإن حق الشراء يصير بلا جدوى، وقيمته لاشيء.

ومع أن هذه المنتجات وجدت كآليات تغطية، أي لكي تتيح للمساهمين تخفيف المخاطر، فإنها تكشفت مصادر مضاربات،

والتي تجعل اللاعبين في حالة توتر دائم.

لكن التشابه بين البورصة والكازينو، ليس فقط في المصطلحات المستخدمة، وآليات المؤسستين، وإنما يكمن أيضاً في بسيكلوجية الفعلة فيها.

لاعب القمار يحلم بالربح، يهمه ويسعده إفلاس البنك، خزينة الكازينو، ويزعم وهو على مائدة القمار، أنه لا يخاطر إلا بخسارة الأموال التي يستطيع خسارتها، أي يحدد لنفسه سقفاً، لكن اللعبة توتره، والربح يعطيه شعوراً بالقوة، والخسارة تولد فيه الرغبة في الانتقام أو الثأر.

ملاك المال والماليون الذين يعتبرون البورصة ساحة قمار، يتبنون نفس السلوك، سمة السلوك الشائع بينهم هي الاعتقاد في "السحر" والتي نجدها عند لاعبي القمار واللاعبين في البورصة.

الأمر لا يقتصر على هذا؛ بل أيضاً عندما مؤسسات المال المتخصصة في شؤون البورصة، من أجل جذب الزبائن، أو ضمان إخلاصهم لها، تقترح عليهم، وتنظم دورات أو ندوات، الهدف منها تدريبهم على التعامل في البورصة، وعلى أدائها، لكن التحليل الفني والبياني الذي يقدم لهم يثير الغضب، إنه منهج تخمين، يقوم، ليس على تقييم الشركات وأدائها، وإنما يركز على سلوك الفعلة في البورصة واستجاباتهم وردود أفعالهم، هكذا،

كما يقال، في زمن البحث عن الذهب فإن باعة الفؤوس هم الذين اغتنوا.

بعض المؤسسات المالية لم تتردد في الذهاب حتى أقصى أبعاد هذا المنطق، وقدمت ألعاباً ترتبط بالبورصة. وعندما تجرى المراهنات في السوق المالي، فإن النتائج لابد من أن تكون كارثية. كما هو حال بنك بارنيفز.

هكذا في مقابل الإدارة المالية للمحافظ، التي تفضل المدى الطويل، توازن المخاطر، ومبدأ الحذر، فإن البورصة تكون بحق ساحة لعب.

هل السوق دائما على حق؟

عندما يبدي رئيس شركة عدم رضاه، خلال اجتماع جمعية عمومية، عن وضع شركته في البورصة، فإن ذلك يشير إلى تناقض بين أداء الأسهم في البورصة، والثقة التي يضعها رئيس الشركة في أسهم شركته، وهذا يجري في وسط شبه احتفالي أو استعراضي.

إنه هكذا يرى أن أسهم شركته تستحق قيمة أكثر مما تحدد في البورصة.

قيمة السهم، مثلا في البورصة 78 أورو، أي أكثر قليلاً من نصف سعره التاريخي عام 2000. رئيس الشركة لكي يعبر عن

اعتراضه على هذه القيمة ؛ يرفض القول بأن السوق دائما على حق، ويؤكد لكل من يسمع أن السوق سوف يفتح عينيه على شركته، وأن أسهم شركته سوف تسترد قيمتها الحقيقية.

مثل هذا الموقف شائع، إنه طريقة لإبعاد تهمة التقصير، والتنصل من المسؤولية، بالنسبة لأسعار غير مرضية، بإلقاء المسؤولية على السوق، وتقديم أمل للمساهمين الحاليين، أو الافتراضيين، بأن السوق سوف يصحح خطأه، لكن هذا الموقف يدعم أولئك الذين يتمردون على طغيان السوق، ويرفضون أنه دائماً على حق.

لنرى أولاً كيف تسير الأمور عملياً: السوق هو مكان مواجهة بين العرض والطلب، بين الباعة والمشترين، وهذا يطيع أجراء محدداً، الفعلة يعلنون نيتهم ببيع أو شراء أسهم أو سندات، هذه يجري التركيب بينها في "بطاقة أوامر"، والتي تشير لكل الفعلة إلى كمية السندات المطلوبة للتبادل، والسعر المأمول، هذه البطاقة تكون في حوزة شركة إدارة وتنظيم البورصة، والتي من مهامها ضمان حسن الأداء، وتنفيذ التبادلات، بأن تربط بين أوامر الشراء وأوامر البيع. وحالما تنفذ الأوامر المعنية، تختفي من البطاقة، هكذا أسعار البورصة لشركة ما تتحدد على أنها السعر الذي تحدد في آخر عملية بيع وشراء ـ تبادل ـ في حالة القيمة السائلة، أي أن التبادل كثير

العدد، فإن الأسعار وتركيب بطاقة الأوامر تتقلب أو تتنوع تقريباً في كل ثانية.

مالك الأسهم الذي يريد بيع أسهمه بسعر محدد، لم يتحقق في البورصة، ليس عليه إلا الانتظار.

هذا يعني أن القيمة الرسمية لشركة ما، في لحظة ما، هي ما يتفق عليه الباعة والمشترون، كل اعتبار وآخر لا معنى له. هكذا هو أداء السوق، لكن لا يجب تحميل هذه الجملة أكثر مما تعنيه، إنها لا تعني أن هذا التقييم معقول، أو أنه عادل، أو نزيه، أو أنه يستمر أكثر من لحظة.

اتفاق الباعة والمشترين يحدد سعر السهم، لكن هذه القيمة ليست بالضرورة عادلة، أو معقولة، أو حتى نزيهة، أو أنها تصدق أكثر من لحظة، عندئذ من الممكن جداً أن السوق لا يكون على حق.

لكن عندما آخرون يرون أن السوق دائماً على حق، فإنهم يقفون على أرضية أخرى، إنهم لا يصنعون إلا وضع عقلانية السوق موضع اتهام، كينز في تصوره عن مسابقة الجمال، يرى أن البورصة تشبه مسابقة؛ حيث القاعدة تعني تحديد، ليس الجميلات من المتسابقات كل وفق ذوقه، وإنما تلك التي تحوز على أغلبية الأصوات. هكذا بالنسبة لتقييم شركة ما، الفاعل في البورصة لا

يهتم بالقيمة التي يراها هو نفسه للشركة، وإنما بتلك التي في رؤوس أقرانه، إنه لا ينطلق من القيمة التي يراها لشركة ما، وإنما من تلك التي يراها أقرانه، وحيث إن الفعلة كلهم يتبنون آلية التفكير هذه، فإن التقليد يصير سيداً على السوق، ويحل محل العقل.

هذا التقليد يجعل شراء وبيع الأسهم ليس انطلاقاً من تقييم شركاتها، وإنما تقليداً للآخرين. وهو سبب لا يستهان به في أزمات البورصة، وفي المبالغة في تقييم بعض الأسهم والشركات.

كيف يمكن تفسير ظهور الفقاعة المالية نتاج المضاربات؟ يمكن تفسير هذا ابتداءً من وهم جماعي يدار ذاتياً.

في نهاية القرن الماضي، شركات الاقتصاد الجديد جرى تقييمها في تناقض كلي مع كل النماذج (الموديلات) المعمول بها سابقاً. هكذا شركات صغيرة حديثة النشأة، ذات خسائر تفوق أرقام عملها، أي تنفق 2 لكي تحصل على 1، استطاعت، بفضل دخولها مجال الإنترنت، الوصول إلى قيمة في البورصة تفوق قيم الشركات التقليدية أو الاقتصاد القديم، والتي تحقق أرباحاً منذ عشرات السنين.

هذا يعني أن رواج الأسهم هو الذي يحدد سعرها، وليس قيمة الشركة صاحبة الأسهم، مما يقود إلى فصل الأسهم عن الشركة،

والتعامل مع الأسهم كسلعة في حد ذاتها.

أداة التقييم الأساسي، والتي تقارن سعر السهم والفائدة، عفى عليها الزمن، بسبب عدم وجود فوائد لقياسها، أما المعايير التي حلت محلها فلم تتضح قط، الأساس يكمن في المصطلح إنترنت، بكل بساطة، لقد بلغ العماء درجة أن بعض الشركات التقليدية، اخترعت لنفسها نشاطات إنترنت، في محاولة إثارة اهتمام السوق الذي لم يعد يهتم بها.

الفقاعة إنترنت ينظر إليها اليوم بسخرية، كما لو أن الأمر يتعلق بلحظة تاريخية سخيفة، لكنها مع ذلك ليست المثل الوحيد عن التهاب المضاريات اللامعقول، انهيار توليب في هولندا القرن 17 يقدم مثلاً عن هذا، لكن عدة حالات مشابهة توالت بعده تاريخياً.

الفقاعة المالية، مع الانهيار الذي يتبعها، بعنف أيضاً غير اعتيادي، ليست في الواقع إلا صورة كاريكاتورية عن الأداء الاعتيادي للسوق، والذي يفضل سلوك النعاج غير العقلاني، عن تقييم حقيقي موضوعي وشخصي للأشياء.

السوق، إذن؛ ليس عاقلاً! الباب، إذن؛ مفتوح على مصراعيه أمام النقاد، أي كل الذين يتمنون العودة إلى تحكيم العقل.

المثال الأكثر شهرة، حديثا، هو ما صرح به الآن غرين سبان،

رئيس الاحتياطي الأمريكي، المعادل للمصرف المركزي الأوروبي، في ديسمبر 1996، وفي مواجهة مع وال ستريت، الذي يبدو أنه يرى الأشياء تصعد إلى السماء، وصف غرين سبان المناخ الذي يسود وفق التعبير الذي صار مشهوراً "فيضان لاعقلاني". هذا التصريح تبعته هزة، لكن السوق واصل طريقه نحو الارتفاع، بشكل منتظم لمدة ثلاث سنوات ونصف. بالطبع التصفية التي يشير إليها تعبيره ضمناً حدثت، لكن غرين سبان، دجال الفيضان اللاعقلاني، نظر إليه على أنه عراف الانهيار، وإنه أخطأ ثلاث سنوات ونصف قبل أن يعطيه السوق الحق جزئياً فيما ذهب إليه.

لكن نقد لا عقلانية السوق وحده لا يجعل منا عقلانيين.

الأسهم: استثمار طويل المدى

أي كتاب، مدخل، أو نشرة مصرفية، تتناول البورصة، لا يمكنها نفي أو إنكار هذا التنبيه: شراء الأسهم يجب أن ينظر إليه على مدى طويل، مدى طويل مفهوم غير محدد، لكنه عادة ما يعني كحد أدنى خمس سنوات، يجب إذن ألا تخصص لشراء الأسهم مبالغ يمكن أن نحتاجها في وقت عاجل.

نفس الوثائق، المشار إليها، لا تكتفي بهذا التحذير دائماً أيضاً مستندة إلى أرقام وإحصائيات، تبرهن على حقيقة ثابتة، والتي وفقها، هذه الفترة من الزمن مدى طويل، تجعل السهم أفضل دعم

للاستثمار بمقارنته بغيره، مثل الالتزامات، العقارات، الذهب... الخ

جموع الإحصائيات التي يقدمها هؤلاء المحترفون، والتي يمكن افتراضاً منحها المصداقية، بالقدر الذي فيه حصلت عام 2002 على ضمانات قوية، من خلال نشر دراسة قامت بها INSEE، تشمل تقريباً كل القرن العشرين، وبرهنت على أن الأسهم تبينت عموماً، وعلى فترة 5، 10، 30 سنة، أكثر عائدية من الذهب والالتزامات هكذا تكونت، في كل الأذهان، معادلة: أن السهم = مدى طويل.

إجماع الآراء هذا يبدو ملاحظاً، لكن مع ذلك متوسط زمن امتلاك الأسهم، بشكل عام، يكون أحياناً أقل من عام، وأحياناً أسهم شركة ما يتغير ملاكها، في المتوسط، كل شهر، وهي مدة تختلف جداً عن فترة الخمس سنوات.

من ناحية أخرى، وسائل الإعلام المختصة، هي أول من يروج للاستثمار في الأسهم، وتنبه انطلاقاً من مبدأ المدى الطويل، وتقدم نصائح من أجل الحصول على فوائد، أي البيع بضعة أشهر فقط بعد أن أشارت بشراء قيمة ما، وأحياناً تنصح بالبيع ولو بخسارة، يقال عندئذ: أنه يقطع ذراعه، فترة قصيرة بعد عملية شراء غير محظوظة. المكلفون بالحسابات في المصارف، أو المستشارون الماليون

يمكنهم أيضاً اتخاذ مواقف مشابهة.

هكذا يبدو التناقض، بين ما يقدم على أنه قاعدة مطلقة، وبين الطريقة التي يتدخل بها الفعلة في البورصة، وهذا ليس التناقض الوحيد، بعض المساهمين الذين أقنعوا بأن أفضل استثمار هو على المدى الطويل، لا يفهمون كيف وجدوا أنفسهم بعد خمس سنوات، في حالة خسارة، كان يمكن ألا تحدث في حالة استثمار أقل جودة.

هل المعادلة غير دقيقة؟

ليس بالضرورة، وربما طُرحت بشكل سيئ.

لنبدأ أولاً بهذا التناقض: المدى الطويل يتكون من توالي فترات قصيرة، توصف بأنها فترات الأمد القصير، هكذا أداة مالية، مثل كتيب A والذي له عائد متواضع، يبدو أحياناً، على أنه أفضل استثمار، فهو يجمع فترات قصيرة الأمد؛ حيث هو في كل مرة أفضل من الاستثمار في الأسهم، هكذا الكتيب A يجب أن يكون حسابياً أفضل، على المدى الطويل من الاستثمار في الأسهم.

مع ذلك ليس هذا ما يقوله الحس العام والدراسات، السهم يتضمن شيئاً ما سحرياً، يجعله فجأة يعوض عن تأخره المتراكم، وربما أيضاً أن المشكلة لا تطرح من زاوية "أفضل" أو من زاوية المدة.

في الواقع، أكثر من مفهوم أمد طويل أو أمد قصير، الاستثمار في البورصة يتّسم بسمة مزدوجة: عائد ـ مخاطر. في النظرية المالية، كلما كانت المخاطر كبيرة، كان الأمل في الربح كبيراً. وهذا ما يمكن أن يتجسد في مجالات أخرى غير البورصة، القيام بسطو مسلح هو أشد خطورة من التسول، لكن في حالة النجاح - بغض النظر هنا عن الجانب الأخلاقي ـ فإن عائد السطو المسلح يكون أكثر أهمية من التسول.

السهم أداة مالية، والذي الأمل في عوائده يكون مرتفعاً بقدر المخاطر المرتبطة به، وهي خسارة الرأسمال الأصلي. دور الزمن في مثل هذا المحتوى، هو تفادي المخاطر، لكن بتقليص الأمل في الأرباح.

دون الدخول في تفاصيل معقدة، تحليل تاريخي لـ كاك 40، ربما يسمح بفهم ذلك. كم نربح، في المتوسط، خلال عام، عندما تستثمر في الكاك40؟ الجواب تقريباً هو نفسه، بالنسبة للذي احتفظ بأسهمه سنة أو خمس سنوات: في المتوسط، سنوياً، باستبعاد الحصص، والضرائب، وآثار التضخم، يكون متوسط الفائدة سنويا 12٪ فقط، من بين كل الفترات التي خضعت للتحليل، هناك فترة حيث المستثمر الذي احتفظ بالقيم سنة واحدة فقط، ربح 58٪، وفترة أخرى حيث خسر حوالي 34٪. في المقابل الشخص

الذي أحتفظ بالأسهم خمس سنوات، يربح على الأكثر 26٪ في السنة. وفي أسوأ الحالات يخسر 1٪ في السنة. الاحتفاظ بالأسهم خمس سنوات، إذن؛ يسمح بالحد من مخاطر الخسارة، لكنه لا يفتح نفس آفاق الربح.

هذا يعني أن الأمد الطويل يتيح تعويض أكثر من خسارة سنة في سنة أخرى، لكن العكس أيضاً صحيح، وهنا المخاطرة.

الدراسة يمكن أن تجري يوماً بيوم، الاستثمار المالي في الكاك 40 يمكنه أن يحقق، في المتوسط 0.04٪ يوميا، منذ عام 1988، لكن هذا رتب فارق هائل ما بين خسارة 7.39٪ أو ربح 7.25٪ في يوم واحد.

مما سبق يمكن استخلاص خلاصتين:

الأولى: وفق الحظ الحسن أو السيئ، يستطيع المستثمر الاختيار، في حالة اختيار ربح سريع، يجب عليه عندئذ أن يتحمل المخاطر المرتبطة به، إذا قبل ذلك فإن السهم يمثل له أفضل استثمار على المدى القصير.

الثانية: من ناحية أخرى، حتى على فترة طويلة، ليس هناك ربح أكيد، المخاطر لا تستبعد أبداً.

منذ نشوء الكاك 40، إلى نهاية عام 2002، عرف هذا المؤشر

خمس سنوات: 1990 ـ 1994، حيث كان أداؤه سلبياً، أقل إذن من أي استثمار بدون مخاطر.

المستثمرون الجدد، الذين دخلوا السوق عام 99 ــ 2000، يتكبدون ربما نفس السيناريو، وعندما يسمعون الخطاب الذي يقول أن السهم بدون جدال، هو أفضل استثمار، على المدى الطويل، فإنهم، ربما، لا يفهمون ضرورة أن الاستثمار في الأسهم قد تبين في الماضي، وفي أغلب الأحيان، أكثر عائدية من أنماط الاستثمار الطويل المدى الأخرى، لكن إنجازات الماضي ليست إلا مؤشرات، ولا يمكن أن تكون ضماناً أو توقعاً أكيداً لإنجازات مستقبلية.

المستثمرون المبتدئون، في مواجهة هيمنة الأسهم، على وسائل الاستثمار الأخرى، هم الذين ركزوا أموالهم في الأسهم أو في قطاع من النشاطات.

أغلب الدراسات الإحصائية المنشورة، تعتبر أن الاستثمار المتنوع، أي المكون معاً من عدة أسهم لشركات وقطاعات متنوعة تتبع تطورات خاصة بها، هو الأفضل، والأقل مخاطرة، الكاك40 المشار إليه يتكون من 40 قيمة، موزعة على مجمل قطاعات الأنشطة تقريباً. دراسة أنجزت على مجموعة من عدة مئات من الأسهم، وأظهرت أن التنوع، مثل المدة، يقلص المخاطر، لأن كل الأسهم لا تتبع نفس التوجهات بشكل دائم. شراء أسهم قطاع نشاط

واحـد ، بحجة أن الأسـهـم أفضل استثمار ، على المدى الطويل ، هو خدعة أدت إلى كوارث.

السهم منتوج يحمل مخاطر ؛ إنه إذن لا يناسب كل مدخر لا يقبل المخاطرة، أو لا يستطيع تحمـل الخسـارة ، ولـو تعلـق ذلك بجزء من رأسماله.

أولئك الذين يقبلون تحمل مخاطر محدودة ، يتبعون قواعد ذهبية ، أحياناً تتكرر ، مـن بيـنها : ضـرورة نظـرة علـى مدى طويل ، وأيضاً تنوع الأسهم ، والاستثمار على فترات.

أما أولـئك الـذين لا يخشـون الخسـارة ، ويثقون في أحكامهم وفي حظهـم السعيد ، فإنهم يسـلكون على العكس تماماً ، تقودهم روح الكازينو.

(3)

البورصة ليست للهواة..

أحد مديري صناديق الاستثمار، لاحظ أنه يجب الانسحاب من السوق عندما تنهال عليه الضربات، في البورصة، من كل جانب.

آخر استعجل، وقرر بيع الأسهم في وال ستريت، قبيل الخميس الأسود عام 1929. بعد أن أسدى إليه ماسح أحذية بنصيحة حول البورصة.

هذا وذاك يعطي مصداقية للفكرة الشهيرة، والتي مفادها: عندما يعشق صغار وحملة الأسهم في البورصة، فإن هذا يعلن عن الانهيار.

هكذا يرى البعض أن تزايد عدد صغار حملة الأسهم، في البورصة، هو نذير شؤم.

هذه الفكرة برهن عليها عام 1929، وجرى التحقّق من مصداقيتها عند انفجار فقاعة الإنترنت، والذي سبقه تضخم عدد حملة الأسهم، وبنسبة مهمة، خاصة في سوق القيم التكنولوجية.

ما تفسير هذه الظاهرة؟

التفسير المعقول لهذه الظاهرة، أنها ليست لعنة، وإنما هي نتاج طبيعة بيسكلوجية حملة الأسهم الصغار، والسوق المالي بوجه عام.

التردد في الاستثمار في البورصة، يصدر في غالب الأحيان، في حالة عدم امتلاك الوسائل، عن الخوف من الأخطار، وعن جهل آليات البورصة. إننا من الطبيعي أن نتردد في وضع مدخراتنا تحت رحمة نظام لا نسيطر على فهمه، خاصة إذا كانت هذه المدخرات بسيطة، وحافز الربح بالتالي ضعيف، وعدم القدرة على الاستفادة من خدمات المستشارين الماليين.

لكن عندما تكون البورصة في حالة ازدهار، فإن هذه الحوجز تنهار، عندئذ الاستثمار في البورصة لا يبدو مخاطرة، وليس معقداً ولا يتطلّب خبرة خاصة.

عندما كل الأسهم، أو كل أسهم فئة معينة، ترتفع باطراد، وكل شخص تجرأ وخطا الخطوة الأولى، أثرى بسهولة، فإن هذا يشيع روح التقليد؛ بسبب الحسد، الغيرة، والتقليد لرفاق العمل، أو لأفراد من الأسرة، إضافة إلى النماذج التي تتحدث عنها وسائل الإعلام، والذين أثروا بدون عناء وبدون مخاطرة. البورصة هكذا تبدو وسيلة سهلة للإثراء، يكفي شراء أسهم لكي تصير ثرياً.

الخواص، الأفراد، الذين حتى ذلك الحين يبتعدون عن نمط

السلوك هذا، يبدؤون في شراء الأسهم، من البورصة، وكلما زاد العدد سرت العدوى، إنهم يرون الأسعار تلتهب عند دخولهم البورصة، ويلاحظون ارتفاعاً عند إعلان النتائج، ويشترون أسهماً قبيل الإعلانات، ويحصلون على أرباح.

لكن من سوء الحظ أن الوضع الازدهاري ليس طبيعياً. أسعار الأسهم إذن عرضة للتصويب، وبعنف يساوي المبالغة فيها، في هذه الحالة، الذين وصلوا متأخرين، أي الذين استغرقوا وقتاً طويلا في إقناع أنفسهم، بالذهاب إلى البورصة، هم الذين يتكبدون أفدح الخسائر.

الانهيارات ليست عملة جارية، لكن سلوك حملة الأسهم الصغار، مؤطر بشكل عام. إنهم يشترون الأسهم عندما تكون الأسعار مرتفعة، ويبيعون عندما تنخفض، وهذا عكس ما كان يجب القيام به، من أجل الربح.

حملة الأسهم الصغار، يهتمون بقيمة ما عندما تكون في مرحلة الصعود، ويترقبون انخفاضاً من أجل الشراء، لكنهم يفقدون صبرهم، ويعطون الأمر بالشراء، ويكون هذا في قمة الارتفاع. إنهم يفرحون بما اشتروه، عندما يرون قيمته مستمرة في الصعود، بعض الوقت، ويتوقعون صعوداً أكثر؛ فلا يبيعون، ويفقدون عقولهم عندما يرون بداية تصويب الأسعار.

رغم ذلك، مقتنعين ـ رغم الخط الهابط للأسعار ـ بإمكانية تحقيق أرباح، فيشترون المزيد لكي يتدعم وضعهم في أفضل حساب. لكن التوجه الهابط يستمر، والمساهم يمر بكل الحالات: إنه يطمئن نفسه قائلاً أن الأمر يتعلق باستثمار طويل الأمد، وليس هناك ما يقلقه، ثم يبدأ يندد بالفضيحة، ويرى أنه سلب، ويطالب بتدخل الحكومة، ثم ينتهي بأن يبيع، مُقسِماً بأغلظ الأيمان أنه لن يتورط أبداً.

وعندما، بعد فترة أيام، يصل السهم إلى أدنى مستواه، فإنه يهنئ نفسه، بأنه، على الأقل، حد من الخسارة.

لكن بعد ذلك، دائرة صعود أخرى تبدأ، وكحركة دائمة، يبدأ صغار حملة الأسهم يهتمون مجدداً بالبورصة. سواء كجدد، أو في محاولة تعويض خسارة سابقة.

هذه السمات ربما مبالغ فيها بعض الشيء، لكن لا يوجد مالك أسهم فرد، لا يتعرف على نفسه في موقف من هذه المواقف. أما أولئك الذين تنطبق عليهم جميعها، فهم من قدماء المساهمين، الذين عرفوا كل هذه الأحوال.

باحثون في إشارات السوق، حاولوا الاستفادة من جهل صغار حملة الأسهم. فكرتهم بسيطة: إذا كان هؤلاء يبيعون عندما تكون الأسعار أشد انخفاضاً، ويشترون عندما تكون مرتفعة، يكفي

عندئذ ملاحظة سلوكهم والقيام بالعكس تماماً لتحقيق أرباح مهمة.

من حسن الحظ أن هذا المؤشر، وتنوعاته المختلفة، القائمة على نفس القاعدة: سلوك صغار حملة الأسهم، ليس دائماً صادقاً.

في الواقع مجموع المساهمين الأفراد ليس متجانساً، إنهم فئات متنوعة، إلى جانب المستجدين الذين لا يملكون الخبرة، هناك القدماء المحنكون.

هكذا عدد من المحنكين، يعرفون كيف تقدر المخاطر، لا يتأثرون كثيراً بتقلبات البورصة.

هذا التنوع يجعل من غير الممكن وضع أي مؤشر، إنه وإن كان من السهل تمييز أوامر الخواص - الأفراد - لأنها تتعلق بعدد محدود من السندات، إلا أنه لا يوجد أي مؤشر يجعل من الممكن تمييز أوامر غير المحنكين منهم.

- هل تطيع البورصة منطقاً يمكن وصفه بالفضيحة؟

في كل عام، في نهاية اجتماعات الجمعية العمومية، لشركة أورو تونيل، يقام حفل "عشاء البلهاء." يجمع المساهمين الذين يعتقدون أن الشركة ظلمتهم. الهدف المطلوب، من قبل منظمي هذه التظاهرة - رابطة الدفاع عن المساهمين في أوروتونيل - هو أساساً إعلامي، ومن أجل إبراز روح هذه الأمسية، في عام 2000، خصصت جائزة

باسم "ملك البلهاء" تمنح للمساهم الذي خسارته كانت الأشد.

أي ذلك الذي اشترى 100.000 سهماً، بسعر الوحدة 125.40 فرانك (18.81أورو) بينما صارت لا تساوي إلا 0.64 أورو، أي ثلاثين مرة أقل تقريباً. هذه بالتأكيد خسارة فادحة.

لكن الاستثمار في البورصة، يعتبر بطبيعته مخاطرة، وأن تخسر نقوداً، بسبب انخفاض سعر سند لا يمكنه في ذاته أن يكون فضيحة.

إنها قواعد اللعبة، وكل المساهمين، بما في ذلك المؤسسات، ينطبق عليهم ذلك. إنها قاعدة لا تعرف استثناء.

لكن التمرد ضد شركة أوروتونيل، الذي صار أسطورياً، لا يتعلق بالخسارة التي حلت بالمساهمين، إلا بالقدر الذي فيه هذه الخسارة، ترتبت عن إدارة محل اعتراض، للعلاقة مع المساهمين، متهمة بالكذب والخداع وعدم الكفاءة. هذه الصفات ترددت على لسان المساهمين باستمرار، آنذاك، وتتردد في أحوال أخرى مشابهة.

المؤامرة ضد صغار حملة الأسهم، أشاعتها الصحف، والتي أشارت بقوة، عام 2002، إلى أن المساهمين قد جرى سلبهم، هذه الكلمة ليست محايدة. الصحف أيضاً وفرت أحياناً منبراً لروابط الدفاع عن المساهمين، وأجرت حوارات معها حول الملف الرأسمالي الساخن جداً: حسابات مغشوشة، إدارات الشركات،

الأخلاق..

دور النشر لم تتأخر أيضاً في أن تدلي بدلوها، لقد ظهرت ثلاثة كتب، على الأقل، حول الموضوع، سوق اللصوص من تأليف جان مانتالدو، البورصة أو الحياة، التلاعب بصغار حملة الأسهم، من تأليف فيليب لابارد وبرنارماريس، وأيضاً: أكاذيب البورصة: كيف يدمر الناس؟ من تأليف فنسانت ألموند.

إن بإمكان حامل الأسهم الصغير أن يتساءل، حقاً، عن المساواة في المعاملة، بين كل المساهمين، مع أن هذا المبدأ منقوش على جدران البورصة، وعن عدة موضوعات أخرى، تعتبر غير ذات أهمية بالنسبة لمؤسسات الاستثمار، ويخرج باعتقاد أنه كان مخدوعاً.

أول المآخذ يتعلق بحق الحصول على المعلومات، حتى لو أنها اليوم صارت في متناولْ الجميع، وفي نفس الوقت، بفضل الإنترنت، إلا أن المعلومات المالية ليست موزعة بعدالة بين الخواص والمؤسسات، عندما شركة ما تنشر نتائجها، تعقد ـ عادة ـ مؤتمراً صحفياً، واجتماعاً مع المحللين الماليين، لكنها في الأخير تقدم تفاصيل أكثر أهمية، ويكون النقاش، ضرورة، على مستو ى رفيع. وهذا يختلف عما يقدم في المؤتمرات الصحفية.

هناك إشارة أخرى لا يمكن أن تخدع: إنها الحفلات. عند نشر النتائج، أو القيام بعمليات بورصية، مثل: إصدار إجباري، دخول

إلى البورصة، زيادة رأس المال، فإن قادة الشركات يتجهون إلى لقاء المساهمين من المؤسسات، في أهم بلدان العالم، ويكرسون جل أيامهم للقاء المحللين، ويعرضون عليهم استراتيجياتهم، ونتائج شركاتهم، ويجيبون على أسئلتهم الدقيقة والمحرجة أحياناً، كما أن عدة طواقم قيادية تطوف العالم، أحياناً، تقوم بنفس التقديم، ومحملين بملفات مليئة بالأرقام الرسمية.

في مقابل هذا النشاط المكثف، نجد الاجتماعات المنظمة مع المستثمرين الأفراد في الأقاليم نادرة وتبدو على أنها مجرد لقاء مع أقارب فقراء.

إذا كان الزمن والوسائل المكرسة لهؤلاء وأولئك ليست متساوية، لكن من حيث المبدأ، تكون المعلومات متجانسة.

لكن إحدى المشكلات التي استمرارها يثير السخط، والتي أشار إليها مقال نشرته الفيغارو، والذي يتناول الفارق بين المعلومات المالية وفهم الخواص. هؤلاء، أغلبهم، ليس لديه الوسائل من أجل فهم وتحليل الأرقام المقدمة لهم، ولا القدرة على الاستخلاص منها. ومن ناحية أخرى يكون مستوى النقاش معهم ومستوى أسئلتهم، غالباً متدنيان. لكن أي قيادي لا يعترف بهذا صراحة.

إضافة إلى أن المساهم الفرد، ليس له وزن في قرارات الشركة، وفي رسم سياستها.

ديمقراطية المساهمة، مثل الديمقراطية البرلمانية، تقوم على مبدأ: صوت مقابل سهم.

هناك بالطبع استثناءات، مثلا أسهم بدون حق التصويت، أو حق تصويت مزدوج، لكن هذه الاستثناءات تظل هامشية.

استناداً إلى هذا المبدأ، تصويت مساهم يملك 100سهماً له وزن في الجمعية العمومية خمس مرات أكبر من ذلك الذي يملك 20 سهماً. وألف مرة أقل من ذلك الذي يملك 10000 سهماً. في معظم الجمعيات العمومية، المساهمون الأفراد، في القاعة، يمثلون معاً جزءاً من مئة من الرأسمال. وعليه؛ من المستحيل أن يكون لهم وزن في القرارات وفي رسم سياسة الشركة. وأكثر من هذا التصويت في أغلب الأحيان يكون ناجزاً قبل انعقاد الاجتماع؛ وذلك بفضل السلطات المتحصل عليها رئيس الشركة من قبل المساهمين الكبار، والتفاهم القبلي بينه وبينهم.

جرت محاولات توحيد تصويت المساهمين الأفراد؛ لأن ضعفهم ليس فقط بسبب نسبة أسهمهم في الرأسمال، وإنما أيضاً بسبب توزع أصواتهم.

لكن هذه المحاولات انتهت إلى نتائج مخيبة للآمال، وحتى روابط المساهمين، لم تتوصل إلى لعب دور مهم في هذا الاتجاه.

في النهاية، الأفعى تعض ذنبها ؛ ذلك لأن المساهمين الأفراد، شاعرين بالعجز، يمتنعون عن التصويت، وأحياناً لا يحضرون إلى اجتماعات الجمعية العمومية، إلا من أجل الهديّة والمشروبات، عندما تكون متوفرة، أو لكي يشاهدوا إحراج رئيس الشركة من طرف مساهم بليغ.

الجمعيات العمومية، تظل في الواقع، رغم الدعاية الإعلامية، في ربيع كل عام، مجرد تصديق على قرارات جاهزة، حتى لو أن التصويت سبقه نقاش صاخب، فإنه لا يغير شيئاً.

الخواص يعتقدون أنهم ركنوا جانباً، عند إصدار الأسهم أو الالتزامات التي حققتها الشركة، من أجل إدخالهم إلى البورصة ؛ يجرى إرغام الشركات على تخصيص 10٪ على الأقل، من الأسهم المطروحة في السوق، من أجل خدمة أوامر الخواص، والاستجابة لطلباتهم.

من المعتاد سماع مطالب وشكاوى الخواص، الذين يرون أن الشركات تقدم معظم سنداتها إلى المؤسسات المالية، ولا توفر للخواص إلا جزءاً قليلاً من طلباتهم.

لكن هذا السخط صار أقل حدة، منذ بضع سنوات، عندما تكشّف أن الدخول في البورصة مخيبٌ للآمال، أو أن الحصول على عدد كبير من الأسهم ليس علامة جيدة ؛ لأنه إن أمكن للخواص

الحصول على عدد كبير من الأسهم، فذلك يترجم مصاعب الشركة في بيعها للمؤسسات.

بالنسبة لأنماط أخرى، من الأدوات المالية، الوضع يكون أكثر صعوبة؛ لأنها غالبا ما تقترح في بضعة أيام، وحتى في بضع ساعات، وهذا لا يسمح بإعلام الجمهور والوسطاء الماليين.

وهكذا لا يتوصّل الخواص إلى المشاركة في إصدار منتجات مالية جذابة افتراضاً إنها تكون هكذا محجوزة، في الواقع، لصالح المؤسسات.

هذا الأمر يدهش الخواص ويثير غضبهم، لكن عندما فرض على إحدى الشركات فتح فترة تسجيل خاصة بالخواص، في موضوع التزامات قابلة للسداد في شكل أسهم، كان التسجيل فيها صفراً.

القانون ينص على وجوب مقابلة قيادات الشركات للمساهمين، بشكل عادل ومتساوٍ، احترام هذا القانون مهمة بوليس البورصة.

لكن مع وجود بوليس البورصة، ليس هناك مجال لإخفاء الحقيقة، شركات مثل انرون، وورلدكم، غشت وكذبت وتلاعبت بالحسابات، وأخريات اقترفت أخطاء جادة، إما بنوايا طيبة، أو

نتاج المغامرة، وشركات أخرى تستغل وضعها لتحقيق أرباح كبيرة. لكن هذا لا يمس حملة الأسهم الصغار فقط، لقد سلب أيضاً كبار المساهمين. لكن آثار هذا تظهر على صغار حملة الأسهم أشد منها على كبار المساهمين، حملة الأسهم الصغار يقامرون في البورصة، أحياناً بمدخراتهم وبكل ما لديهم للحياة.

إذن لا يجب أن نكون سذجاً، ويجب أن نشير إلى أن عدد مهم من الشركات المسجلة في البورصة، تنظر إلى المساهمين الخواص بازدراء، على أنهم أقلية بدون أي اعتبار، لا من حيث نسبتهم في الرأسمال ولا من حيث التواصل معهم. النتيجة هي أن معظم قيادات الشركات تمنح هؤلاء أهمية تتناسب مع وضعهم هذا، أي لا أهمية لهم!

المساهمة الفردية ذات سمات تجعل منها ضحية ممكنة، إن معرفة الفرد المحدودة بالآليات لا تسمح له، في أغلب الأحيان، بمنافسة المؤسسات وما لها من خبرة وخبراء، ولا أن يتصرف في الوقت المناسب.

إن لدى المساهم الفرد، عادة، توجه يقوده إلى التمسك بالأسهم، وهذا يجعله يتردد في بيعها في الوقت المناسب. بينما المؤسسات تتصرف بدون أدنى مشاعر، الأفراد يتسمون بالإخلاص، لكن السوق لا يكافئ الإخلاص، والشركات لا

تستطيع مكافأة المخلصين لها من حملة الأسهم، حتى لو أرادت ذلك. هذا يترك مرارة في حلق المساهمين المحبطين الذين يكافؤون على إخلاصهم بالخسارة.

(4)

الشركات أسرى البورصة

البورصة تعشق الحِكم، هذه الحكم هي أحياناً ملاحظات تعبر عن حس جيد، يمكن أن تقود خطوات ملاك الأسهم، تذكرهم ببعض المبادئ، مثلا الحكمة القائلة: "الأشجار لا ترتفع حتى السماء" توجه للمتفائلين الذين لا يتصورون لحظة أن السهم الذي اختاروه يمكن أن يشهد لحظات ضعف، وحكمة أخرى تذهب إلى "وجوب الشراء على أصوات المدفع، والبيع على صوت الموسيقى" والقصد من هذا التذكير بأن أفضل الصفقات تجرى في لحظات اضطراب البورصة، بينما مناخ ودي لا يسمح بانتظار ربح مهم.

إضافة إلى حكم أخرى تتردد في أوساط البورصة، تعبر أحياناً عن أحوالها المختلفة، ثمة حكمة تعلن أمراً مزدوجاً: "لن نربح، لن نخسر ما لم نبع".

حقيقة هذه الحكمة لا يمكن الاعتراض عليها، الربح أو الخسارة بالنسبة للسهم، يقاسان بالفارق بين سعر البيع وسعر الشراء، إذا كان، مثلاً سعر الشراء 5 وسعر البيع 7 ؛ فإن الربح 2، أما إذا كان سعر البيع 4 ؛ فإن الخسارة 1، لكن الربح أو الخسارة لن يتحققا ما

لم ينجز البيع أو الشراء. بالطبع مالك السهم يمكنه، في كل لحظة، تقدير ما يمكنه ربحه أو خسارته لو باع في لحظة معينة، لكن هذا يظل تقديراً افتراضياً؛ لأن البيع لم ينجز فعلا، إما لأنه لا يريد ذلك، في انتظار ارتفاع الأسعار أو توزيع الحصص، وإما لأنه لا يستطيع البيع إذا كانت الأسهم مجمدة، أو لا يوجد مشترون بما فيه الكفاية في السوق. كل هذا واضح لا يصعب فهمه، لكن السؤال الحقيقي هو: لماذا هذه الحكم يجرى ترديدها والاستشهاد بها؟

كل حكمة تستخدم في إطار ولهدف مختلف، مثلاً لن نربح ما لم نَبِع، المتحمسون يريدون رؤية أموالهم تنمو، ويمكن أن يشحذ همهم الربح، حتى لو كان لا يزال افتراضياً. توقع الربح يشجع أصحاب الأموال. قصة طريفة توضح ذلك: شركة هواتف أذاعت، مرئياً، دعاية عام 2003، حيث يظهر زوج وزوجته، يقومان بالمشتريات في سوق مجمع، الزوج استقبل على شاشة هاتفه النقال، رسالة تخبره بتطور أسهمه إيجابياً خلال ذلك اليوم، أسعده هذا، فاقترح على زوجته الذهاب إلى المطعم احتفاء بالأرباح، إنه هكذا ينفق فائض القيمة الافتراضي، وهو سلوك مرضي، أو كما يعبر المثل الشعبي، "يبيع جلد الدب قبل اصطياده".

هذا ليس مجرد إخراج دعائي، إذا تكرر هذا المثل؛ فذلك من أجل مكافحة نزعة بشرية، والتي نتائجها يمكن أن تكون جدية،

هكـذا دراسـات جـرت في الـولايات المـتحدة ، خـلال فـترة ازدهـار البورصـة ، بينـت أن الـنمو الكـبير للاستهلاك العائلي يمكن تفسيره ، جـزئياً ، مــن خـلال الإنفـاق علـى شـكل ديـون لفـائض القـيمة الاحتمالـي ، المتوقع مـن عائلـة عـن أسـهمها.. بسيكلوجيا ، عـندما يشـعر أحـد الـناس ، بأنـه صـار أكـثر ثـراء ، فإن الـتوجه نحو الإنفاق ونحـو الاسـتدانة يجـد تشـجيعاً ، خاصـة إذا تبدى الإثراء سهلاً ، كما هـو الحال في البورصة. لكن الصحوة تكون بكلٍ تأكيد عنيفة بالنسبة لأولـئك الـذين لم يبيعوا في الوقت المناسب هؤلاء لا يستفيدون من فـوائض القـيمة المفترضـة ، مـن أجـل تسـديد ديونهم ، عندئذ قوتهم الشرائية تتقلص أكثر.

هذه الظاهرة ، بعد أن تكون قد شجعت الاستهلاك والاستدانة ، تحـد كثيراً مـن الاسـتهلاك ، وهـنا نقابـل أحـد الـتفاعلات بـين عـالم البورصة والعالم الواقعي.

الـزوج ، وهـو يحتفـي مـع زوجـته بالخـبر السـار ، علـى مائـدة الطعـام ، اسـتقبل علـى شاشـة الهاتف خبراً جديداً ، يعلمه هذه المرة بتطور سلبي لأسهمه.

هكـذا يكـون قـد أنفـق فـائض قـيمة وهمـي ، ووراكـم ــ واقعـياً ــ الديون.

لن نخسر ما لم نَبِع

هـذه الصيغة تلعـب دوراً مختلفاً، إنهـا رسـالة اطمئـنان أو أمـل بالنسبة لملاك الأسـهم، الـذين تحقـق أسـهمهم قيمة أقل، هنا أيضاً المواجهة بـين الحس الطيب وبسيكلوجيا المستثمر، يمكن أن تكون عنيفة، مـن المؤكد بالنسبة لصاحب المدخرات، الذي كون محفظة متوازنة من الأسهم، والذي يحتفظ بها، أنه يجد صعوبة في أن يضع نفسه في حالة شخص لم يخسر شيئاً، عندما رأسماله ينخفض أكثر مـن 50٪ وأنـه يتوجب عليه انتظار أكثر من 8 سنوات، مع ارتفاع سنوي للأسـهم مقـداره 10٪ لكي يستعيد استثماره الأصلي. إنه لم يَبِع، مع ذلك تكبد خسارة.

خلف الحياد الظاهري لهذه الرسالة: لن نخسر ما لم نَبع، ترتسم نصـيحة تـتعلق بالبورصـة، مفادهـا الاحـتفاظ بالأسـهم، لكـنها تصطدم بحكمـة أخـرى، مفادهـا: مـن الأفضـل قطـع الـيد ولـيس الـرأس، بمعنـى آخر يجب عدم العناد، وإيقاف الخسارة قبل أن تأتي على أصل الاستثمار.

نظـرتان مختلفـتان وحتـى متناقضـتان، للـتعامل في البورصـة، يترتـب عنهما، إما إدارة سلبية، والتي ترى خفض الأسعار عنصراً مؤقتاً ضرورة، يخفف منه الأمل في الربح على المدى الطويل. وإما إدارة أكثر نشاطاً تبحث عن الشراء المستمر في أفضل الفرص، والبيع في أفضل الأوقات.

الشركات أسرى البورصة

الأسواق المالية ترجع دائماً إلى مؤشرات، مثل كاك 40 والذي يضم 40 شركة من أهم الشركات الفرنسية، وداوجونز، ونيكاى، ... الخ. لماذا حساب المؤشرات؟

السبب الأول، والفائدة الأولى هي الحصول على ملخص لنشاط البورصة، بدلاً من تفاصيل الأرباح والخسائر لعدد كبير من القيم المسجلة في البورصة، بالطبع المتوسط، من حيث تعريفه، يخفي تنوعات، مثلاً عام 2002، كاك 40 انخفض 34٪ بينما الكاتيل انهار 77٪ وكريديت ليونيه تقدم 42٪. المؤشر إذن؛ يعطي، ببساطة نظرة كلية أو المستوى الأول من التحليل، إنه يمكن أن يشير إلى ارتفاع عام أو إلى انخفاض، مع تنوع محتوياته ارتفاعاً أو انخفاضاً.

المؤشر يسمح أيضاً بإجراء مقارنات، مثلاً: هل بورصة وارسو كانت أفضل من بورصة باريس، أو ميلبورن عام 2001، أو حالة بورصة نيويورك مقارنة بطوكيو أو لندن؟ وأيضاً معرفة تطور الأوزان الثقيلة في البورصة، بالنسبة للقيم المتوسطة. للإجابة على مثل هذه الأسئلة، وجود مؤشر يتبين ضرورياً. والمستثمر الفرد تمكنه أيضاً دراسة وضعه الخاص.

إعداد المؤشر يتطلب منهجاً يقوم على ثلاث سمات أساسية:

عـدد ونمـط انـتقاء السـندات الـتي تكونه، قوة التوازن الممنوحة لكل مـنها، ومسـبقاً تحديـد مـا نـريد قياسـه. إضـافة إلى أن مؤشراً ذا توجه عالمـي لا يـدرك بـنفس طـريقة مؤشر وطني، أو مؤشر متخصص في التكنولوجيا.

أكثـر المؤشـرات شـهرة في فرنسـا، وربمـا المؤشـر الـرائد في بورصة بـاريس هـو كـاك 40، والـذي يشير إلى منهج تقييم في زمن حقيقي. وصار يستخدم منذ 1987.

كـاك 40 يمـثل مجمـوع الاقتصـاد الفرنسـي، مـع قطاعـات أنشـطة أخـرى، وهـو يتكون عموماً من 40 شركة ـ أحياناً أكثر وأحياناً أقل مؤقـتاً ــ والمسـجلة في بورصـة بـاريس، لكـنها ليسـت بالضـرورة، عكـس مـا يقـال، أكـبر الشـركات الفرنسية، لكـي تكـون شـركة مـا جزءاً مـن هـذا المؤشر، ثمة بعض الشروط الضرورية الواجب الوفاء بهـا: أن تكـون مـن بـين 100 شـركة الأولى مـن حـيث قـيم البورصة والتـبادل اليومي، كما يجري الحديث أيضاً عن سمات مثل الرسـملة والسيولة.

أن تكون الأولى أو بين الأوائل، من حيث قيم البورصة والتبادل اليومـي لا يعـني أنهـا الشـركة الأهـم أو الأكـبر، بسـبب انفصـال الأسـهم عـن شـركاتها حالما تطـرح في السـوق، فـإن قـيمة البورصـة لشـركة مـا يمكـن ألا تتناسـب مـع أهميتها أو حجمهـا الاقتصـادي،

وكذلك حجم التبادل اليومي. بيع وشراء أسهم الشركة لا يعبر دائماً عن أهمية وحجم شركة ما اقتصادياً.

هكذا شركات صغيرة يمكن أن تكون لها قيمة في البورصة أكبر من شركة أخرى أكثر أهمية اقتصادية، وأن يجري تداول أسهمها بشكل يفوق قيمتها الاقتصادية، كما حدث حين الفقاعة المالية.

هناك أيضاً مجال للتقدير، الذي تكلف به لجنة، من أجل إعداد قائمة الشركات التي تدخل في حساب مؤشراتها المختلفة، وخاصة بالطبع الكاك 40. من الملاحظ أن قرارات اللجنة العلمية هذه تتفادى أن الكاك 40 يتكون من قائمة 40 شركة فرنسية الأكثر أهمية.

هكذا بعض الشركات الأجنبية، التي اختارت التسجيل في بورصة باريس، يمكن أن تكون ضمن المؤشر، من ناحية أخرى شركة ما تظهر من بين 40 رسملة أولى، يمكن أن تستبعد من المؤشر، إذا نشاطها القطاعي كان ممثلاً كفاية، أو أن مستوى التبادل في السوق كان ضعيفاً من حيث القيمة النسبية.

تكوين اللجنة العلمية يحتفظ به سراً، وإذا كانت تجتمع كل ثلاث أو أربع سنوات، إلا أن تواريخ اجتماعاتها أيضاً ليست معلنة؛ لكن قراراتها تكون دائماً موضوع نقاش وردود أفعال؛ ذلك لأن الدخول أو الخروج من المؤشرات هو محط اهتمام

الشركات والمستثمرين.

اللجنة العلمية تأخذ في الاعتبار، في المقام الأول، ظهور أو اختفاء شركات ما، بالطبع الاختفاء هو الحالة الأسهل حسماً، على العكس دخول شركات مهمة إلى البورصة، لا يعني قبولها آليا أو مباشرة في المؤشر، لكن هذا يمثل مصدر تغيير مهم.

الكاك 40 مؤشر متوازن، أعني أن كل شركة لها وزنها الخاص في المؤشر، عكس داوجونز، والذي يعطي نفس الأهمية للثلاثين شركة التي يتكون منها.

على العموم وزن كل شركة يتوقف على رسملتها الكلية، في البورصة. الشركة التي تساوي 20 مليار أورو لها وزن مرتين أكبر، في المؤشر، من شركة تساوي 10 مليارات أورو.

بعض المؤشرات، وهذه حالة كاك 40، ابتداء من ديسمبر 2003 تأخذ في الاعتبار ما يسمى "العومان" أي المستندات التي يجرى تداولها بحرية، على خلاف الأسهم المملوكة لأصحابها، والذين يقررون الاحتفاظ بها.

أما في حالة أن شركة ما يملك مؤسسها 50٪ منها، ويقرر البقاء أغلبية، فإن نصف رسملة الشركة في البورصة يؤخذ في الاعتبار عند حساب المؤشر.

الوجود ضمن المؤشر، هو أمر مهم، وحاسم بالنسبة لشركة ما؛ وذلك بسبب نمط إدارة، صار خلال السنين مهماً جداً. إنها الإدارة المؤشراتية، صناديق استثمار معينة، هدفها أن تعيد بدقة إنتاج تنوعات مؤشر ما. إنها إذن؛ تصير مرغمة على أن تحتفظ في محفظتها بالأسهم التي تكون المؤشر، وبنفس التوازن، هكذا عندما قيمة valeur تخرج من مؤشر كاك 40؛ فإن كل صناديق الأموال، المرتبطة بهذا المؤشر، تبيع أسهم هذه القيمة، ولا تجد سبباً لشرائها. بالنسبة لأي شركة، هذا يمثل ضربة قاسية. على العكس عندما تختار قيمة لتكون ضمن الكاك40، فإن صناديق عدة، والتي لم تكن مهتمة بأسهمها، تعمل على إدخالها في محفظتها.

الأثر على الأسعار مهم جداً، وأيضاً على مدى وجود الشركة في المؤشر؛ لأن نمط الإدارة المؤشراتية هذا، والذي يمثل ثلث السوق المالي العالمي، يكون نتاجه تنشيط حركة السوق اصطناعياً نحو الارتفاع، وأيضاً نحو الانخفاض.

في الواقع، إذا ارتفع سهم أكثر من المؤشر؛ فإن وزنه يتقدم، عندئذ كل الصناديق المؤشراتية تقبل على شرائه، خالقة هكذا ضغطاً لصالح الشراء، وإذن؛ تعديلاً ارتفاعياً إضافياً، في هذه الحالة نلاحظ دائرة اصطناعية إيجابية، والتي تشهد ملحقها السلبي، عندما يتقدم السهم أقل سرعة من المؤشر.

بعض المتدخلين في البورصة، ينتقدون هذا النمط من الإدارة، ويدعون إلى التخلي عن المؤشرات. من الواجب الاعتراف بأن المعلومات التي تقدم بدون تعليق، حول كاك 40، تفتقد الروح.

أرامل اسكتلندا وكاليفورنيا تسيطرن على الشركات الفرنسية

هل تعلم أن أكثر من 40٪ من رأسمال الألف شركة فرنسية الأولى، هي ملك أرامل من اسكتلندا، ومتقاعدي الصناعة الأمريكية؟

الأرامل لهن في ميثولوجيا البورصة مكاناً مميزاً، أرملة كاربنترا نموذج المدخر الصغير، بينما أرامل اسكتلندا أو كاليفورنيا يجسدن صناديق التقاعد الإنجلو ساكسون.

الأولى لها في الخيال صورة جميلة؛ بسبب سذاجتها وتواضع إمكانياتها، بينما ينظر إلى الأخريات نظرة غير ودية، على أنهن يعِشن تقاعداً مريحاً، باستغلال الثروة التي ينتجها العمال الفرنسيون.

صناديق التقاعد تظهر في صورة الجشع، يسيطر عليها طلب العائدية، وتملي إرادتها على قيادات الشركات المساهمة فيها، في كل أنحاء العالم. صناديق التقاعد تقوم بإدارة أموال المتقاعدين من زبائنها، وعلى خلاف النظام الفرنسي؛ حيث الحصص التي

حسين يوسف الحويني

يقدمها النشطون موزعة بين المتقاعدين، أي أن التقاعد يمول من قبل حصص الذين يعملون، فإن نظام التقاعد بواسطة الرسملة، يقوم على أن العامل يضع النقود جانباً، خلال حياته المهنية؛ لكي يمول تقاعده في المستقبل. أي أن ما يحصل عليه متقاعداً هو مدخراته، يعاد تقييمها حسبما تنجزه إدارة الأموال أو صندوق التقاعد، وتدفع له طوال تقاعده.

دور الصندوق إذن؛ أن يستثمر بفعالية هذه الأموال — المدخرات، بشكل يجعله يقدم للمتقاعدين، المبالغ الأكثر ارتفاعاً ممكناً.

أحد هذه الصناديق يدير في نهاية عام 2002 أكثر من 130 مليار دولار، يجمع الحصص من موظفي كاليفورنيا، خلال نشاطهم، ويدفع تقاعد 1.3 مليون، من هؤلاء بالطبع بعض الأرامل. أما بالنسبة لاسكوتش ويداو الذي تأسس عام 1815 في إيدمبورج، ولازال مزدهراً، فإنه صندوق يسمح "بضمان ريع للأرامل والأخوات ونساء أخريات". هذه الشركة تدير 70 مليار جنيه إسترليني تخص مستثمرين من كل نوع.

صناديق التقاعد، مبدئياً، تستثمر في الالتزامات، خاصة إقراض الدولة، لكنها تحولت، شيئاً فشيئاً، خلال سنوات الثمانين نحو الأسهم، ووراء هذا التحول دافعان: تخفيف النظم وجذب السوق.

من هذه الصناديق ما يملك اليوم 60٪ من أمواله في شكل أسهم أمريكية أو دولية ؛ وهذا بالطبع يعطيها مشاركة مهمة في شركات العالم أجمع ، ونفوذاً لا يستهان به في إداراتها.

هذه الصناديق تدير معاً أموال المتقاعدين ، وأموال العاملين الذين ينظرون إلى تقاعدهم في المستقبل ، هكذا الموظف الكاليفورني ، الذي عمره 25 سنة هو أيضاً مستفيد من حسن إدارة صندوق التقاعد calpers ، مثل الأرملة المتقاعدة.

من ناحية أخرى صناديق التقاعد ليست إلا الجانب المرئي ومحط اهتمام إعلامي ، عن الإدارة الجمعية الأنجلو ساكسونية ، والتي تشمل صناديق أخرى ، وتعمل أيضاً في التأمينات. هذه التي تعمل في التأمينات مفتوحة أمام كل المدخرين ، ولها معادلها في كل أنحاء العالم.

إن المستثمر الأهم في العالم ، ليس صناديق التقاعد ، وإنما إدارة صناديق "الإخلاص" التي تدير رأسمال قدره 840 مليار أورو ، هكذا رغماً عنهن ـ أرامل اسكتلندا وكاليفورنيا ـ صرن رمز السوق المالي.

لكن السؤال الحقيقي ، وراء هذه الصورة الزائفة ، يتعلق بسيطرة صناديق التقاعد ومؤسسات الاستثمار الأخرى على الاقتصاد.

حضـور مستثمرين أجانـب، باسـتثناء رأسمـال المخاطر، يـتعلق خاصـة بالشـركات ذات الأكـبر رسملـة في البورصـة، والتي حجمها وسيولتها يكـونان مهمّـين. وفـق تحقيق نشرته مجلة إيكسبانسيون 9 ـ 2002، لـيس أقـل مـن 11شـركة مـن المؤشـر كاك 40 مملوكة من قبل 50٪ من مستثمرين أجانب، توتال 65٪. وفيما يتعلق بوزن الأنجلو ساكسـون، فإنـه يكـون أعلى من 30٪ في سبع شركات. وفي الكاتيل 40٪. هـذه النسـب تكـون ضعيفة في الشركات ذات الحجم الصغير، أمـا الدراسـة الـتي أجريت عـام 2003، ونشـرتها اللومـوند، فإنهـا تـؤكد علـى أهمـية المسـتثمرين الأجانـب خاصـة الـبريطانيين والأمريكان في رأسمال أكبر الشركات الفرنسية.

المأخـذ الرئيسـي علـى صناديق التقاعد، يتعلق بطلبها 15٪ عائداً عن الرأسمال المستخدم، وارتفاع 15٪ سنوياً لفوائد كل سهم. هذه المطالب.

بيـنما عـدة اقتصـاديين يشـككون في قـدرة الشـركات علـى تحقـيق مثل هـذه النـتائج، فسـرت علـى أنهـا تـدخل حقيقـي في استراتيجية وإدارة الشركات، من أجل البحث عن فوائد ذات أمد قصير.

هـذا المعـدل ـ بالنسبة علـى الأقـل لـبعض الشـركات ـ لا يمكـن تحقـيقه، إلا بالتضـحية ببعض جوانب نشاطها التي لا تحقق المستوى المطلـوب، وأن تبيع الفـروع الـتي لا تحقـق عائديـة كافـية، وأحـياناً

تضطر شركات إلى شراء أسهمها من السوق بدلاً من الاستثمار في مشروعات الأمد المتوسط أو الطويل، هكذا بعض الشركات لم تتردد في شراء أسهمها ؛ لأن إعادة شراء الأسهم من السوق تخفض عدد الأسهم التي سيدفع لها عائد، وهذا يزيد في حصة كل صاحب سهم.

أسطورة 15٪ اليوم اختفت، ومدراء الصناديق يزعمون أن هذا لم يكن أحد مطالبهم، وإنما هو معدل وضعه مدراء الشركات والمدراء الماليون أنفسهم ؛ من أجل إغراء مؤسسات الاستثمار. ومن جانبهم، بعض قيادات الشركات، يفخرون بأنهم كانوا على حق، عندما قاوموا مطالب هؤلاء المستثمرين.

من الصعب حسم الأمر، خاصة أن تأثير نفوذ المستثمرين، الأنجلوساكسون، وفي مقدمتهم صناديق التقاعد، ليس تدخلياً تماماً، لكنه مع ذلك ليس أقل حسماً وتأثيراً. معركتهم الأساسية تتمثل في إعادة منح الأولوية للمساهم في إدارة الشركات. إنها لا تريد ممارسة سيطرة مباشرة، وإنما ضمان أن مجلس الإدارة أو الرقابة، وهي أجهزة تختص بتمثيل ملاك الأسهم، واتخاذ القرارات الاستراتيجية التي يتقدم بها القيادات، تكون لها وسائل العمل بشكل سليم.. منظروا "حكومة الشركة، يدعون إلى تبني عدد من الإجراءات، من بينها، وأكثرها شهرة، حضور مهم لمديرين

مستقلين، لكل منهم عدد من الاختصاصات محددة، لكي يجد الوقت الكافي للقيام بها.

الرأسمالية الفرنسية حتى عام 90 كانت نقيض هذا، شخصيات مهمة عضوة في عدة مجالس إدارات، ولقاء مدراء الشركات في المجالس يسمح لهم إما بالمواجهة أو بالتعاون، الأمر يتعلق بإدارة رأسمالية حيث الحبل في رقاب القيادات. لكن الأمور أخذت تتغير ببطء، وبدأت الشركات تستلهم المبادئ الأنجلو ساكسونية المتمركزة، حول المساهم. هكذا الرأسمالية الفرنسية تجد نفسها مرغمة على تبني أداء فرض عليها.

(5)

البورصة.. البطالة.. وهاجس أسعار الأسهم

في 99/9/8 أعلن مدير شركة ميشلان النتائج الفصلية، الأرقام جيدة، بل بعضاً مما كان يتوقعه السوق، لكنه، وبنفس الحماس أعلن إلغاء 7500وظيفة عمل، مثل هذا الإعلان، في أوروبا يصدم المجتمعات، خاصة أن رد فعل المتعاملين مع البورصة ضاعف من وقعه، في نفس اليوم، تقدمت أسهم ميشلان 12٪ واضطرت الحكومة الفرنسية للتدخل، معلنة أن أولويتها مصالح المجتمع.

كثيرون ربطوا بين إعلان إلغاء 7500 وظيفة وبين ارتفاع أسهم ميشلان.

ردود الفعل كانت شديدة، في مواجهة وضع يؤكد فكرة ارتباط غير أخلاقي بين قيادات الشركات والمستثمرين ضد الإجراء. القيادات يفصلون العمال من أجل أسعار السوق، وهكذا ترتفع أسهم شركاتهم.

على كل حال مصطلح الفصل البورصي، أي فصل العمال إرضاء للبورصة، بدأ يظهر، لكي يشير إلى خطط الفصل التي هدفها الوحيد إرضاء السوق، هذا المصطلح ارتبط خصوصاً، في

ربيع 2001 ، بشركة دانون وماركس أنداسبنسر ، واللتين إجراءاتهما أثارت احتجاجات شديدة.

ميشلان ، وبطانته ، حاولوا التقليل من أهمية الحدث ، وأرجعوه إلى خطأ إعلامي ، وأن فصل العمال لم يكن مطروحاً قط ، وإنما فقط إلغاء وظائف عمل الذين يتركون العمل ، ترك العمل (تقاعد) دون تعيين بديل يلغي الوظيفة بدون الحاجة للفصل. وأن هذا الإجراء شائع في كل أوروبا ، مع ذلك تواكب الإعلان المتعلق بفرص العمل مع ارتفاع الأرباح في البورصة أثار السخط. هكذا الشركات ، وهي عديدة ، تضحي بالعمال لصالح البورصة.

الموضوع لا يمكن الإحاطة به إلا في الواقع العملي ، وهذا قوي الاعتقاد عند العامة بوجود علاقة بين البطالة والبورصة.

الدراسات العلمية ، التي حللت العلاقة المباشرة ، وعلى أمد طويل ، بين إلغاء فرص العمل ، وأسعار البورصة ، جرت في الولايات المتحدة ، حول السوق الأمريكي ، لم تسمح بإدراك علاقة مباشرة بين إلغاء فرص العمل وارتفاع الأسهم في البورصة. لكن في الولايات المتحدة العامل الواحد معرض للفصل ست مرات أكثر منه في فرنسا ، وفرصة إيجاد عمل 16 مرة أكثر في الولايات المتحدة منها في فرنسا ؛ وذلك بسبب ما يسمى مرونة سوق العمل. مما لا يسمح بالاستفادة من النتائج التي توصلت إليها الدراسة ، لكنها

فتحت المجال أمام التفكير في هذه العلاقة.

البورصة تقدر الشركات التي تحسن من إنتاجيتها ، إنها هكذا تحقق هامشاً أعلى ، يقود إلى ارتفاع الربح ، وإلى أرباح أيضاً بالنسبة للمستثمرين.

من وجهة نظر مالية محضة ، إلغاء فرص العمل ، في ذاته ، يعد بتحسين الإنتاجية ، ويبدو هذا الإلغاء على أنه تعديل يسمح بإنتاج وبيع سلع بقدر أقل من العمال ، أي بتكاليف عمل أقل ، هذا يعني الحفاظ على الدخول ؛ لأنه يخفض ليس فقط الإنفاق المباشر ، أجور وتكاليف اجتماعية ، وإنما أيضاً بعض التكاليف الأخرى مثل : المعدات ، التكوين ، أماكن العمل. وعلى العكس من النظرة المالية ، هذا يترجم ، صراحة ، عجز الشركة عن تكريس قواها من أجل زيادة الإنتاجية ، من خلال تطويرها : أي الإنتاج والبيع أكثر من نفس العدد من العمال ؛ إما لأن السوق ليس مستعداً لهذا أو أن الشركة غير قادرة عليه ، وهو علامة سيئة في كل الأحوال.

التجربة تبرهن على أن الخطط الاجتماعية ، تسبب في داخل الشركة ، خسائر كبيرة. لم يحسن تقديرها ، وبالتالي لم تحسن إدارتها ، مثلاً المعنويات تهبط عند الذين بقوا في العمل بعد عملية إلغاء فرص العمل ، تشويه سمعة الشركة ، اختفاء الكفاءة ، فقدان دم جديد بسبب عدم توظيف جدد.

هكذا على العكس، نظرياً، يجب أن تفضل البورصة الشركات التي تتطور من خلال جودة إنتاجها، وخدماتها، والتي تقدم منتجات جديدة، أو تستحوذ على أسواق جديدة. وإن توظف هذه الشركات عمالاً لا أن تلغي وظائف عمل.

إذن؛ ليس هناك قاعدة تبرهن على أن البورصة ترحب بشكل منهجي، بفصل العمال، بواسطة ارتفاع أسعار الأسهم. نظرياً يجب على البورصة العكس. لكن ارتفاع أسهم ميشلان 12٪ في 99/9/8، المواكب لإلغاء فرص العمل، هو واقع حقيقي. هذا اللغز، والذي ليس حالة فردية يتطلب التفسير.

المحللون الماليون يملكون نماذج تقييم الشركات، أن تكون هذه النماذج صائبة أم خاطئة، تلك مشكلة أخرى. لكنها تتضمن معطيات محاسبية، وتوقعات، وصيغ تسمح لهم بالوصول إلى تقييم الشركات المدروسة. في التحليل الأول، إلغاء 7500 وظيفة يغير من النموذج بالنسبة لشركة ميشلان. هذا الإلغاء يمثل اقتصاد عدة مئات الملايين من الأورو سنوياً، ويؤثر مباشرة على تقدير الأسهم بعدة أورو.

هذا الحساب السريع مبدئي، لكنه صار ضرورياً من خلال إرادة الفعل، ابتداء من أول تبادل ـ بيع وشراء الأسهم ـ والذي تبع الإعلان الذي تم قبيل افتتاح البورصة.

التحليل الأكثر تعقيداً للوضع، لا يجري إلا بعد أيام من الإعلان، ميشلان تقوم بجهد تصنيف أكثر أهمية من المتوقع، ويتوجب عليها خفض أسعار البيع، وخطر تكبّد مقاطعة. هذه العناصر تجعل الحساب الأولي بدون قيمة.

هكذا في 99/9/13 عادت أسعار أسهم ميشلان إلى مستواها ما قبل الإعلان، ولم تصل قط مستواها الذي بلغته عند افتتاح البورصة يوم 9/8.

إذن؛ أسهم ميشلان استفادت من الإعلان لمدة أقل من أسبوع. أما المستثمرون الذين اشتروا أسهماً بدافع الحماس الذي ترتب عن إلغاء الوظائف ربما خسروا نقودهم.

مع ذلك فصل العمال يعطي رسالة وإن كانت خادعة، موجهة للبورصة، تستفيد منها الشركات في رفع أسعار الأسهم، ولو لمدة قصيرة: ليست الثروة هي التي تصنع السعادة وإنما استخدامها.

دور الشركة لا يتوقف على البحث، حصرياً، عن ربح مباشر؛ بل يجب أن تشارك، وأن تشجع على الإسهام في حياة المجتمع. هكذا مصطلح "شركة وطنية" "ذات التزام وطني" بدأ يظهر خلال سنوات الثمانين. منذئذ مفاهيم الأخلاق، المسؤولية الاجتماعية، والتنمية المستدامة، بدأت تفرض نفسها.

كل هذه المفاهيم، ذات المعاني المتقاربة، والتي يمكن أن يحل أحدها محل الآخر، تبدو على أنها تطرح بعداً اجتماعياً وأخلاقياً محضاً، بالتعارض مع المالية المحضة. تترجم في البورصة، مباشرة، بما يسمى الاستثمار المسؤول اجتماعياً ISR.أي الاستثمار يأخذ في الاعتبار مصلحة المجتمع، أكثر من الربح المالي.

الفكرة وراء هذا أن الخواص، أو المؤسسات تحرص على الاستثمار في الشركات والمشروعات التي تحترم عدداً من المبادئ أو القواعد والقيم، في صالح رفاهية الناس، في الحاضر، والأجيال القادمة.

مثل هذا التوجه لا يحقق فقط رضاً أخلاقياً، وإنما أيضاً مالياً؛ لأن الذين يروجون هذا النمط من الاستثمار، لم يترددوا في تأكيد أن أداء هذه الشركات يفوق الشركات الأقل احتراما لهذه القواعد. بشكل من الأشكال ثمة طريقان لعمل الخير.

هذه الظاهرة ولدت وازدهرت في الولايات المتحدة؛ ربما لأن التطرف في الربح المالي على حساب قواعد الأخلاق، يبدو هناك أشد وضوحاً.

بعض صناديق الاستثمار، أوائلها ظهر في أعوام الثمانين، تحرم على نفسها الاستثمار فيما تسميه "أسهم الخطيئة" أي في الشركات العاملة في مجال التبغ، والكحول خاصة. هذه الصناديق الأخلاقية،

ذات توجه بروتستانتي، ظلت غير معلنة عن نواياها، حتى سنوات السبعين؛ حيث لحق بها ظهور نشطين اجتماعيين وسياسيين في مجال الاستهلاك، وألهمت أقراناً آخرين، والذين ليس عندهم ضرورة، نفس معايير الإقصاء. هؤلاء وضعوا في المقدمة إشكاليات معاصرة مثل: التسلح، الذرة، عمل الأطفال، التلوث، الميز العرقي.

هذا النمط من الإدارة، اتسع منذئذ، ويتولى تصريف 1350 مليار دولار في الولايات المتحدة، أي نسبة 12٪ من الإدارة المالية الجماعية، والتي يتولاها محترفون. مؤشرات خاصة خلقت، من أجل إيجاد مرجعية، من أشهرها Dsi400، والذي ظهر في بداية التسعين، ويستبعد أي شركة ذات علاقة بصناعة التبغ والكحول، والقمار، والسلاح، وإنتاج الكهرباء النووية.

في فرنسا هذا المفهوم الأخلاقي للاستثمار، لازال وليداً، ولا يمثل إلا 1٪ من الإدارة الجماعية، لكنه بدأ ينشط، خاصة بدفع من وكالة ARESE، والتي نشأت عام 1997. هذه الوكالة تدرس الشركات على أساس مئة معيار، تتوزع في خمس مجموعات هي:

- الاندماج في المجتمع المدني.
- حكومة الشركة، كيفية الإدارة.
- العلاقة مع الزبائن والموردين.

ـ الصحة، الأمان، البيئة.

ـ الموارد البشرية، المعايير الدولية للعمل.

التحليل وفق هذه المعايير يقوم على منهج دقيق، ويتضمن يقظة دائمة، وبحثاً معمقاً، خاصة بواسطة المعلومات المقدمة من الشركات، وما تحصل عليه الوكالة بأساليبها الخاصة.

هذا الإطار يضغط على الشركات، ويفرض عليها تكييف وتعديل سلوكها، ويتابع مدى تحقيقها تقدماً في هذا الاتجاه.

من الشركات ما أنشأت إدارة للتنمية المستدامة في داخلها، مكلفة بوضع مبادئ وترويجها داخل الشركة، وتنظيم وصول المعلومات إلى وكالة الرقابة، والمنظمات غير الحكومية، والمساهمين، والسلطات العمومية.

منذ عام 2003 صارت الشركات الفرنسية ملزمة بأن تضمن، في تقريرها السنوي التقليدي، المالي، تقريراً رقمياً حول موضوعات العلاقات الاجتماعية، واحترام البيئة.

أحياناً من الصعب التمييز بين الالتزام الصادق وعملية العلاقات العامة بهدف جذب الاستثمار. لكن احتراف المراقبين ونشر المبادئ إعلاميا، والتوعية بأهمية الاستثمار الأخلاقي، سوف تسمح سريعاً بتمييز الغث من السمين.

لنعد الآن إلى معادلة البداية: البورصة مملكة التوقعات. شركة تدار من منظور تنمية مستدامة، يجب أن يكون أداؤها أفضل من شركة ليس لها هذا الهدف.

لكن للأسف، رغم ما يقال، الأمور ليست بهذا الوضوح، ولم يبرهن إحصائياً على أن الإدارة المسؤولة اجتماعياً، لها أداء أفضل من الإدارة المتنوعة، أولاً تضع في أولوياتها هذا الهدف.

إذاً التنمية المستدامة ليست عامل أداء بورصي، هل هذا يعني أن الشركات التي لا تحترم أو لا تهتم بالبيئة، أو بحقوق الإنسان، مثلاً، هي ذات أداء أفضل؟ إذا كان الأمر كذلك فإن المصالحة بين الأخلاق والمالية تكون غير ممكنة.

لكن من الواجب تحديد المعيار الذي يكون وفقه الأداء أفضل. البورصة تأخذ في أولوياتها المعيار المالي، وربما لا تأخذ في اعتبارها المعيار الأخلاقي إلا إذا أدى إلى تحسين المردود المالي.

في الواقع العملي، بالنسبة لإدارة الأموال، في البورصة، كل إرغام أو قيد مفروض على انتقائها سبل الاستثمار، يضعف من إمكانيات أدائها، هكذا تقليص مجال الاستثمار، بواسطة أي منهج، كان، سواء كان على الطريقة الأمريكية أو على الطريقة الأوروبية، يجعل، نظريا، أداء الصناديق المسؤولة اجتماعياً، أقل أهمية من الصناديق المتنوعة الأخرى.

لكن من حسن الحظ أن الأمر ليس هكذا. إذا كان من غير الممكن البرهنة على أن المسؤولية الاجتماعية تتيح أداء أفضل للسوق، إلا أنها مع ذلك ليست ضارة بالأداء.

الاستثمار من خلال الصناديق الأخلاقية، المسؤولة اجتماعياً، يظل في المقام الأول مسألة تتعلق بالمواطنة، أي بأخلاقية المستثمر نفسه، والذي مع ذلك لا يضر فاعله.

ـ قيادات الشركات لا تفكر إلا في أسعار البورصة، فما هي الصفات الضرورية لقيادات الشركات؟

كتب الإدارة تعدد هذه الصفات: الرؤية البعيدة، القدرة القيادية (كاريزما) روح الفتح، المخاطرة، الإحساس بالزبائن، وأيضاً الفكرة الشائعة موضة هذه الأيام، وهي القدرة على إدارة العناصر الدائمة في الشركة: زبائن، إجراء، مساهمين، بشكل متوازن.

اليوم يوجه النقد إلى قيادات الشركات، بأنهم يهتمون أولويا بأصحاب الأسهم، والعمل فقط لصالحهم، وأن بوصلتهم الوحيدة أسعار البورصة.

ربما هذا لا ينطبق على كل القيادات، لكن دوافع هذا النقد ليست معدومة.

الأول: وهو بدون شك غامض؛ لأنه يتعلق بحياة الشركة،

والـذي ظـل ـسـر دولـة ـ حتى وقت قريب. وهو أجور القيادات، وحقهـم في شراء أسهم بسعر محدد في لحظة توزيعها، وهو في أغلب الأحيان يسـاوي سعر البورصـة في ذلـك اليوم. هذا الحق يمنح لعدد مـن الأطـر القـيادية، يضـاف إلى أجـورهم، مما يجعلها ترتفع بشكل محسـوس. واقعياً إذا تحصـل شـخص قيادي على 100.000حق شراء أسـهـم، بسـعر 50 أورو، فإنـه يسـتطيع شـراء 100.000سـهـم بهـذا السعر، في نهاية فترة تجميد، حتى لو كان حينئذ السهم يساوي 51 أو 70 أو حتـى 200 أورو في السـوق في ذلـك الـيوم الـذي يقـرر فـيه الشراء. إن هذا الشخص يثرى هكذا بفضل الفارق.

الرسـالة واضـحة: حـق شـراء أسـهـم يتـيح للمسـتفيدين مـنه، الحصـول على مبلغ ارتفـاع سـعر الأسـهم، ابتداءً مـن الـيوم الـذي تحصل فيه على هذا الحق.

بالنسبة للمساهمين، منح القيادات هذا الحق؛ الهدف منه التأكد مـن أن قيادات شركتهم لها نفس المصلحة مثلهم، أي ارتفاع أسعار الأسـهم في البورصـة. هذا بالطبع حافز شخص مهم، من أجل رفع أسعار الأسهم في البورصة، بالنسبة لمن يملك الإمكانيات.

هكـذا بعض قيادات الشركات، مقدار دخولهم المتحققة من حق شـراء الأسـهم هـذا، يتجاوز بشكل كبير، أجورهم. يقدر هذا الحق في فرنسا بمـبلغ 11.9 مليار أورو إذن؛ من مصلحتهم إرضاء السوق

من أجل ارتفاع أسعار الأسهم على مدى قصير، ولو من خلال القيام بمخاطرات، وإن يضعوا جانباً أي اهتمام بالتنمية المستدامة والمنسجمة للشركة. المبالغ ضخمة جداً، ومن المستحيل تصور أنها بدون تأثير.

حقوق شراء الأسهم، والمصالح الشخصية، عند القيادات، ليست وحدها ما تؤخذ عليهم، هؤلاء يلجئون إلى تركيبات مالية معقدة، والتي تعتبر مسؤولة، جزئياً، عن هذا الهوس بأسعار البورصة، هذه التركيبات المالية، والتي ازداد استعمالها في السنوات الأخيرة، تجعل تطور الشركة أو تمويلها، يتوقف على تطور الأسواق؛ لأن تكاليفها النهائية تتوقف عليها. الالتزام القابل للتصريف الكلاسيكي، هو مثل بسيط عن هذا. الالتزام هذا يتعلق بقرض يعطي الحق في فائدة بسيطة، لكن تسمح لصاحب القرض، خلال مدة القرض أو في نهايتها، بأن يسدد له القرض ليس نقداً وإنما في شكل أسهم. الشركة إذن؛ تحصل على رساميل بتكاليف بسيطة، مع أمل سدادها دون خروج المال من خزينتها.

إذا أسعار الأسهم بلغت مستوى مرضٍ، فإن الدائنين يختارون فعلاً الحصول على أسهم مقابل أموالهم. لكن في الحالة المعاكسة، يفضل الدائنون الحصول على نقود، وهذا يحمل الخزينة تكاليف غير مرغوبة. بالنسبة لتوازن الشركة المالي الفرق يكون كبيراً جداً.

ثمة نمط آخر من التركيب (مونتاج): عندما أعادت فرانس تيليكم شراء شركة أورانج عام 2001، لجأت إلى زيادة رأسمالها، لكي تسدد لفوادفون جزءاً من أسهم أورانج بواسطة أسهم فرانس تيليكم نوفيل. لكن أن يكون هناك منافس من بين المساهمين أمر لا يمكنه الاستمرار، إذن فودافون أعادت بيع أسهمها في السوق، أو في حالة أخرى، وفق برنامج محدد، تبيع فودافون أسهمها لفرانس تيليكم. لحظة الاتفاق على هذه الصفقة، في أغسطس 2000، كان السهم يجري تبادله بسعر حوالي 140 أورو. من سوء الحظ الأسعار انهارت، لدرجة الاضطرار لإعادة شراء الأسهم كما نص عليه الاتفاق. بسعر 100 أورو، مما ضيع على فودافون فرصة تحقيق أرباح؛ لكن هذا رتب أيضاً مشكلة كبرى بالنسبة لفرانس تيليكم، والتي بهذا السعر استعادت أسهم تساوي أقل في السوق. كل انخفاض إضافي يثقل فاتورة الحصول على أورانج، ويوقعها في دوامة سيئة، ويصعب على فرانس تيليكم التخلص من ديونها.

عندما مثل هذه التركيبات تتعدد، في حالة اضطراب السوق المالي، فإن الشركات تصير رهينة، هكذا يصير مفهوماً بسبب استحواذ أسعار الأسهم على أيام وليالي قيادات الشركات، خاصة عندما ينقلب السوق.

أخيراً رؤساء الشركات ينظر إليهم اليوم، من طرف المجتمع ـ أي

الإعلام، عالم الاقتصاد والسياسة ـ والإجراء والمساهمين، وفق أداء أسهم شركاتهم. أسعار البورصة تصير كما لو أنها استفتاء دائم، ومؤشر عن حالة الشركات، وكذلك مقياس الأداء الشخصي لقياداتها.

ومن الصعب تفادي هذا، أو التخلص منه، أسعار البورصة في كل الصحف، كل ارتفاع أو انخفاض مهم، مباشرة موضوع تعليقات ومقالات افتتاحية وتحليلات.

رئيس الشركة مسؤول عن الاتصالات المالية، إنه يقضي 80٪ من وقته في التواصل مع السوق، وإذا كان قليل اللقاء مع الزبائن والإجراء، إلا أنه لا يستطيع التخلف، أبداً، وبأي ثمن، عن اجتماعات المحللين الماليين ومدراء الصناديق، تطور سنداته يتوقف على أدائه. هكذا نرى رؤساء شركات يطلبون معلومات عن تطور أسعار سنداتهم، عدة مرات في اليوم الواحد، وحتى عندما يكونون في مهام في الخارج، فإنهم يطلبون هذه المعلومات لقياس أثر زيارتهم.

هكذا يتبدى أن رؤساء الشركات لا يهتمون إلا بالأسواق المالية، ويهملون إجراء الشركة وإنتاجها.. حيث إنه المسؤول الأول عن الشركة، في البورصة، فإن القيادي يتكبّد كل نتائج هذه المسؤولية، المساهمون يمكنهم إعفاء القيادي الذي لا يتوصل إلى

زيادة أسعار الأسهم وفق ما يتمنونه.

قيمة السهم في البورصة، هل هي شكل دائم، لا ينفصل عن استراتيجية الشركة وتشغيلها. وهو مجال فيه رئيس الشركة المسؤول الأول، والذي يستحوذ عليه ذلك؟

الجواب لا، إن هذا من الأعراض المرضية، إن الشركات العائلية الكبرى، والتي بالنسبة لها القيمة البورصية المباشرة، ليست فكرة استحواذية؛ تحقق على المدى الطويل أداء أعلى من غيرها. في هذه الحالة المساهم يترك لقيادة الشركة فرصة الزمن والوسائل لكي يطور استراتيجية طويلة المدى، في البورصة، ويمكن هكذا للقيادي أن يقول: إن استراتيجية الشركة لا تصنع في سلة البورصة.

الفرق بين الشركات المساهمة وبين الشركات العائلية، أن الشركات المساهمة تعتمد في رأسمالها على أسهمها في البورصة، وأن المساهمين، من حملة الأسهم، لا يرتبطون بالشركة إلا من خلال تطور أسعار أسهمها، ولا يهتمون بالشركة نفسها وتطورها وتطويرها، والذي يتطلب استراتيجية طويلة الأمد، وهذا يجعل العمل على رفع أسعار الأسهم، في البورصة الهاجس الأول والفكرة المستحوذة على قيادات هذه الشركات. بينما الشركات العائلية لا تخضع لهذا الضغط، مما يعطيها فرصة الوقت واختيار الوسائل لكي تطور استراتيجية طويلة المدى، دون الانشغال كثيراً بالقيمة البورصية المباشرة.

(6)

البورصة.. الخوصصة.. والإنترنت

في العشرين سنة الأخيرة من القرن العشرين، بدأ العالم يشهد انحسار موجة التأميمات، وتراجع القطاع العام، وبوادر موجة الخوصصة. لكن المعركة ظلت دائرة، ويتوقف الأمر على طبيعة الحكومة التي تستلم مقاليد الحكم في بلد ما.

هكذا في فرنسا، بعد التغيير السياسي عام 1981، ووصول الحزب الاشتراكي إلى الحكم، اشترت الدولة من الملاك الشركات التي تراها ضرورية، وأن إداراتها يجب أن تكون في يد الدولة، مثل بنوك وشركات كبرى، وشركات صناعة السلاح، إلى جانب ما كان أصلاً قطاعاً عاماً. لكن ابتداءً من عام 1986 نفس الدولة، وإن كانت بإدارة مختلفة، رأت أنه ليس في أولوياتها التدخل في الصناعة؛ حيث يسود منطقة المنافسة، الخوصصة عندئذ طالت، معاً، الشركات التي أممت طبقاً للسياسة المنفذة عام 1981، وتلك التي كانت ملكية عامة غداة الحرب، مثل رينولت، والبنوك الباريسية الثلاث، وكذلك شركات خدمات تاريخية عمومية، مثل فرانس تيليكم.

الخوصصة تعني بيع شركة مملوكة للدولة إلى الجمهور، إلى مؤسسات الاستثمار، وإلى الإجراء، إنها إذن تحويل الملكية من عامة إلى خاصة.

ولا يمكن الادعاء، هكذا، على أن الأمر يتعلق بتوسيع الملكية، بل على العكس يعني تضييقها.

في بعض الحالات تكتفي الدولة "بفتح الرأسمال" وتحتفظ بمشاركة، أحياناً تمثل الأغلبية، في الشركة التي تتخلى عنها. هذا يعني أنها خوصصة جزئية، بينما الخوصصة الكاملة تعني نقل كامل الملكية إلى الخواص.

غداة الخوصصة، سواء كانت جزئية أو كاملة، تسجل الشركة في البورصة، وتطرح أسهمها في السوق، هذه السندات يجرى تداولها، شراءً وبيعاً بحرية في السوق.

حرية التداول شرط أساسي؛ لأن لا أحد يشتري أسهماً تضع الدولة قيوداً على تداولها.. لكن هل الأشخاص الذين اشتروا أسهماً عند الخوصصة، أنجزوا صفقة جيدة؟

ملاك الأسهم مقتنعون بهذا على كل حال، لكن هذه القناعة لا تخدعنا، إذاً عام 2003، بعد سنوات أزمة، كان الفرنسيون حذرين في مواجهة البورصة، لكنهم، وفق استبيانات الرأي، كانوا أقل

تردداً عندما تعلق الأمر بالخوصصة. هناك بالطبع أسباب، والتي يمكن الكشف عنها عندما نتفحص الآليات المستخدمة في البورصة.

الحكومة، عند الخوصصة، مثل أي بائع، تريد الحصول على أكبر قدر من النقود من الخوصصة؛ حرصاً على مصلحة المجتمع مالك الشركات المطروحة للبيع. لكنها في نفس الوقت، من أجل إنجاح الخوصصة؛ ترى ضرورة بيع أكبر عدد ممكن من الأسهم، وهذا يعني ضرورة أن يكون سعر السهم جذاباً، إذن أقل مما يقدره السوق قيمة للشركة، أي أن يكون السعر أقل من قيمته المقدرة في السوق.

هذا الفرق يكون كبيراً، بقدر ما أن حالة البورصة تكون صعبة، وقيمة الشركات المخوصصة تكون مهمة.

إضافة إلى ذلك، تأمل الحكومات، أحياناً، أن تكون الخوصصة فرصة وحافزاً للخواص لدخول البورصة، وهذا يجبرها على بيع الأسهم بأسعار مغرية.

حفز الخواص لدخول البورصة، إما لأن زبائن البورصة الموجودين لا يمكنهم استيعاب أسهم كل الشركات المخوصصة، فتشجع الدولة دخول جدد. عندئذ يتعلق الأمر بتطوير ثقافة مالية تبدو ولازالت ضعيفة، وأيضاً عدم ترك زهرات الاقتصاد الوطني تقع في حوزة المؤسسات المالية وحدها، والتي غالباً ما تكون أجنبية.

هذا يعني أن الانشغال الوطني لازال يحكم منطق الدولة.

الدولة هكذا تقدم عروضاً ترويجية ؛ من أجل إقناع الخواص ليتغلبوا على ترددهم : تخفيض أسعار الأسهم ، أسهم أحياناً مجانية ، كما أن البنوك تحصل خلال ذلك على نسب مهمة من أجل إقناع زبائنها بالتسجيل.

أخيراً الحكومة تواجه ضغطاً آخر ، يمثل ضغطاً إضافياً على أسعار البيع ، إن أي حكومة لا تقبل المخاطرة والبيع بسعر يكون مأخذاً عليها بعد ذلك ؛ لأن المساهمين هم أيضاً ناخبون.

وضع الدولة الانفصامي هذا ، يجرى علاجه ، أحياناً ، بتأسيس لجنة الخوصصة ، من أعضاء مستقلين ، مكلفين بالسهر على أن أسعار البيع المقترحة من الحكومة. تكون متفقة مع مصالح الدولة.

الخوصصة تجعل الدولة في دوامة المتناقضات : إنها تريد بيع قطاعها العام ، وتشجيع الخواص على الشراء ، مما يتطلب أسعاراً مغرية ، لكنها مع ذلك تريد احترام مصالح الدولة ، إنها تريد معاً إرضاء المساهمين وإرضاء الناخبين. لجنة الخوصصة يمكن أن تحمل عن الحكومة قدراً من المسؤولية.

عملياً ، مع استثناءات قليلة ، ارتفعت أسعار أسهم الشركات المخوصصة في البورصة ، خلال الأيام الأولى ، أمام هذه الظاهرة

المعروفة، فإن عدة خواص يشترون أسهم الشركات المخوصصة؛ بهدف بيعها في أول لحظات طرح الأسهم في البورصة. هذا يشبه ورقة يانصيب رابحة بشكل أكيد، ومجانية أيضاً؛ مجانية لأن الأسهم المشتراة يمكن بيعها قبل سداد ثمنها. البنوك لا تتأخر عن نصح زبائنها بهذا، والذي يسمح لها بالحصول على نسب من الدولة مقابل ترويج الأسهم، وأيضاً على مقابل وساطة عمليات البيع من الزبائن. هكذا تكون صفقة جيدة بالنسبة للبنوك.

من مجموع الأسهم التي طرحتها الدولة في البورصة، عام 1997 كان متوسط الربح، بالنسبة لمن أعاد بيع سنداته مباشرة هو: 16٪. في بعض العمليات عدة مئات الآلاف من الخواص، اشتروا وباعوا وحققوا أرباحاً. زوجان مع طفلين قدما طلباً أقصى عام 97 في شركة فرانس تيليكم، أمكنهما الحصول على 1000أورو في اليوم الأول من طرح الأسهم في البورصة، وشاشات صالات السوق، تزدحم بالأوامر الصغيرة، لدرجة أن شركات لاقت نجاحاً شعبياً خلال الخوصصة، فقدت عملياً ثلث المساهمين فيها من عامة الناس، منذ أول مساء طرح الأسهم في البورصة.

لماذا هذا الارتفاع في اليوم الأول؟

بكل بساطة؛ لأن المؤسسات المالية، وأيضاً الخواص، لم يحصلوا على ما كانوا يتوقعونه، إذن توجهوا سريعاً إلى شراء

سندات بكميات كبيرة، وهذا دفع الأسعار إلى الارتفاع نحو قيمة أقل تناسباً مع الأسهم. هذه الظاهرة لا تعمل بنفس الطريقة عندما تبيع الدولة جزءاً آخر من رأسمال شركة عامة معروضة في البورصة.

يحدث أحياناً أن السيناريو لا يكون وردياً: إذاً العملية لم تثر الحماس، أو أنها تجرى في ظرف صعب، فإن الضغط يكون ضعيفاً خلال بداية طرح الأسهم في البورصة. وعلى العكس عندما يحصل الخواص على عدد بسيط من الأسهم؛ بسبب نجاح العملية، فإن فائض القيمة المتحقق عند البيع، تبتلعه مصاريف البنوك، هكذا عندما طرحت آيرفرانس في إلبورصة، فإن المساهمين الذين حصلوا على ثلاثة سندات لم يحققوا أرباحاً تذكر.

بالتأكيد كل المساهمين لا يبيعون أسهمهم منذ اليوم الأول، برهان ذلك أن 61٪ من المحفظة البورصية تحتوي على أسهم شركات جرت خوصصتها. هذا يبين لأي درجة تطور المساهمة في فرنسا، مثلاً، يدين للعمليات التي قامت بها الدولة، سواء مباشرة، أو بما لها من نفوذ على الفاعلين في الميدان. والذي يدحض فكرة أن الخوصصة فرضها ضغط السوق وحده، أنها توجه سياسي أكثر منها لأسباب اقتصادية، خاصة في بلدان حيث كان القطاع العام ناجحاً.

الدولـة ، أو بالأصح الحكومة ، بقرار الخوصصة ، وما تقدمه من إغـراءات لشـراء الأسـهم ، ودخـول البورصـة ، بالنسـبة للخـواص وأيضـاً للمؤسسـات المالـية ، فإنهـا تسـتهدف تقوية الروح الرأسمالية وإضـعاف الـتوجه الاجتماعـي ، تشجيع الخواص على الاستثمار في البورصة ، يجعل منهم سياجاً واقياً ، ضد أي توجه اجتماعي ، وأمراً واقعـاً لكـل حكـومة جديـدة ، دون أن تكـون لهـم تـأثير يذكـر في قرارات وسياسات الشركات. وهكذا كان عدد المساهمين عام 1982 في فرنسا ، يقارب 1.7 مليون واحد وعشرين سنة ، بعد ذلك ، وبعد عدة عمليات خوصصة ، صار هؤلاء 7.1 مليون.

علـى المـدى يكون من الصعب تقدير هذه الاستثمارات ، بالنسبة للاسـتثمارات الأساسـية ؛ لأن هـذه تـتوقف ، مـنذئذ ، علـى وضعية السوق وليست على وضعية شركة عامة سابقاً.

آخـر دراسـة تقديـرية أنجـزت عـام 1999 ، بيـنت أن صـاحب المدخرات الذي استثمر الحد الأقصى في كل العمليات ، منذ 1986 ، واحـتفظ بمسـاهماته ، قـد ضـاعف رأسمالـه. لكـن مـنذئذ أحـوال البورصـة صـارت أقـل جـودة ، والنتـيجة تكـون ، بالتأكـيد ، أقـل ، ولكن دائماً إيجابية.

وإذا ركزنا على طرح الأسهم الحديثة في البورصة ، فإن المساهم تحصـل علـى عشـرة أسـهم مـنذ عـام 1997 ، حقـق ربمـا عـام 2003

حوالي 35٪. الأمر هنا يتعلق بنتيجة أكبر من تلك التي تحققت لذلك الذي أعاد البيع في اليوم الأول.

مع ذلك يجب التذكير بأن الإنجازات البورصية الماضية، لا تمثل إلا توقعات بإنجازات مستقبلية: المستثمرون الخواص ليسوا في مأمن من حكومة تريد تشجيع المساهم البائع بالنسبة لذلك الذي يبحث عن الشراء والبيع المربح.

مع ذلك، رغم تشجيع الحكومات الخواص، بهدف توسيع قاعدة الملكية الرأسمالية، ومهما كانت كمية الأسهم عند الخواص بالنسبة للمؤسسات المالية وكبار المضاربين، فإن إغراءات الربح تدفع المساهمين الخواص إلى البيع، لتعود دائرة الملكية إلى الانكماش.

البورصة والإنترنت

لقد ولى ذلك الزمن، حيث شركة ما تفتح موقعاً على الإنترنت، وتطلب إخلاصاً من مستعملي الشبكة، يجعل كل نقد مستحيلاً، المرحلة التي أعقبت ذلك، كانت على العكس تماماً، الشك يبرز حالما تنطق كلمة: البداية، أو عندما تنطق عبارة ثورة الإنترنت فإنها تقابل بالسخرية.

مع ذلك سلطان الإنترنت لم يتأثر كثيراً، كل واحد من حقه أن

يبعث رسائل، ويمكنه استقبال رسائل جوابية، بدون أي عوائق زمانية أو مكانية. إن أي وسيلة إعلامية في التاريخ، لم تتحرر هكذا من كثير من الحدود والعوائق.

هل هذا يجعل من الإنترنت محرك عالم جديد؟ كما يزعم أنصاره، أو مجرد وسيلة كما يقول المخالفين؟ الجدال بين الفريقين لم يعد حامياً، لكنه لم يحسم بعد.

فيما يتعلق بالبورصة، ظهور الإنترنت كان الأصل في الفقاعة المالية، لكن هذه ليست الأولى التي شهدتها البورصة. على العكس يمكن القول أن ظهور الإنترنت غير بشكل جذري، المحيط وسلوك كل الفعلة في البورصة: شركات.. مساهمين.. وسطاء ماليين.

في السابق، المحترفون فقط يملكون أدوات تسمح لهم بالحصول على المعلومات في زمن حقيقي، هكذا عندما تصدر شركة معلومات حول نتيجة، أو طلب تم إنجازه، أو إنجاز استراتيجي، فإن حفنة فقط من المتدخلين، يمكنهم الوصول إلى هذه المعلومات فورياً، ولهم أن يحللوا، ويستخلصوا، قبل تحويلها. أما البسطاء فيظلون جاهلين.

اليوم بإمكان البسطاء الحصول من موقع على المعلومات البورصية، ويطلعون في نفس الوقت الذي فيه يطلع المستثمرون الكبار، على 20، أو 30 رسالة في الساعة، والتي تقدم معلومات

حول ما يجري في البورصة، وفي عالم الاقتصاد والمالية. الحواجز في وجه الحصول على المعلومات انهارت.

الشركات اتجهت، أكثر فأكثر، إلى استخدام الوسائل الرقمية، من أجل التواصل، بالطبع هذا لا يجب أن يحل محل القنوات التقليدية، لكن الوظائفية التي تقدمها الوسائل الرقمية، تتيح انتشار المعلومات في زمن حقيقي، فوري، وبأقل التكاليف: وثائق مرئية، تصريحات صحفية، أسعار الأسهم مباشرة، ومؤتمرات الجمعيات العمومية في أشرطة مرئية.

هذا الإنجاز المعلوماتي، مع ذلك، يطرح بعض المشكلات؛ لأن قوانين البورصة، في بعض البلدان، تمنع نشر معلومات معينة في أراضيها وبين مواطنيها؛ لهذا السبب، قبل دخول موقع مخصص للأسهم البورصية، أو لزيادة الرأسمال، هناك تحذير قانوني، يمنع زوار الموقع غير المصرح لهم، من متابعة زيارة الموقع. هذا بالطبع مناقض لروح الإنترنت، إذ لم يكن متوقعاً أن نشر المعلومات يمكن ألا يكون مرغوباً.

الحرية التي يتيحها الإنترنت تطرح أمراً آخر غير سار، إنه سهولة انتشار الشائعات، إشاعة ما حول البورصة تنتشر فوريا في ملايين مستخدمي الإنترنت، ويمكن أن تقود إلى ردود فعل وسلوك حقيقي، يجعل الإشاعة حقيقة.

إضافة إلى أن غزارة المعلومات يمكن أن تضلل أكثر مما ترشد. المواقع البورصية مليئة بالتعليقات، والنصائح، ومعلومات غير متأكد منها أحياناً، هكذا التلاعب الذي حدث في أسعار البورصة، أرجعت مسؤوليته إلى موقع بورصوراما، وهو أهم المواقع فيما يتعلق بالمعلومات حول البورصة.

الإنترنت أيضاً طوّر طريقة المساهم الخاص، الفرد، في العمل في السوق، فيما مضى، كل الأوامر يجب أن تحول إلى وسيط، أو وكيل تبادل، أو مصرف.

هاتفياً أو برسالة مكتوبة. هذا الوسيط وحده يستطيع القيام بتنفيذ التعليمات، متحصلاً بذلك على عمولة، تطور التقنية المعلوماتية أتاح تقليص هذه العملية، وأغرت عدداً من المتعاملين مع البورصة، رغم سمتها غير الملزمة أحياناً.

الإنترنت يقدم هذه الخدمة في إطار تقني بسيط، مناسب وأكثر ثراء فيما يتعلق بالمعلومات والإرشادات. هذا أدى إلى استبعاد الوسطاء، والذي له آثار كبرى: المساهم يقود بنفسه، يملك إمكانية الفعل ورد الفعل السريع، ويدفع تكاليف تحويلات أقل ارتفاعاً.

الدراسات الأولى، حول هذا الموضوع، التي جرت في الولايات المتحدة، تبين أنه إضافة إلى ميزة التعريفة، فإن رؤية التعليمات التي يصدرها الشخص تصل إلى قائمة الأوامر فورياً، حالما يكون قد

اعتمدها على الشاشة، وأن يراها تنفذ أمام بصره، كان ذلك مصدر سعادة بالنسبة للمتعامل مع البورصة بواسطة الإنترنت. شعور السعادة هذا يظهر من بين أوائل دوافع أولئك الذين تركوا الوسطاء التقليديين، من أجل مراسلة على الخط.

ميزة أخرى لا يمكن إهمالها، مقدار الأموال في الحافظة بدقة كاملة، وتطورها، يكونان تحت تصرفه في كل ساعة، ليلا ونهاراً، إن المستثمر هكذا يستطيع معرفة كل أموال استثماره، في كل وقت. هكذا بالنسبة لمن هو نشط في البورصة، لاشك أن هذا يغير كل شيء.

معلومات فورية، سهولة التحويلات، تكاليف منخفضة، وأيضاً شعور السعادة، البعض رأى في هذا كل العوامل التي تسمح بإزالة آخر الحواجز التي تحول بين الأفراد الخواص والبورصة.

في مارس عام 1998، ظهر إلى الوجود أول موقع للمضاربات البورصية، بضعة أشهر بعد ذلك، ازداد عدد المتعاملين مع البورصة عن طريق الإنترنت حتى بلغ 35 مليوناً. بعضهم يملك عدة مواقع، للاستفادة مما يعرض: بيع أسهم، جوائز، وكل العروض الممكنة، وظهر مساهمون جدد، خاصة من بين المهتمين بالإنترنت والذي اعتبره البعض دمقرطة البورصة.

لكن الإنترنت، منبع المساهمين الجدد، سريعاً ما نضب، عندما

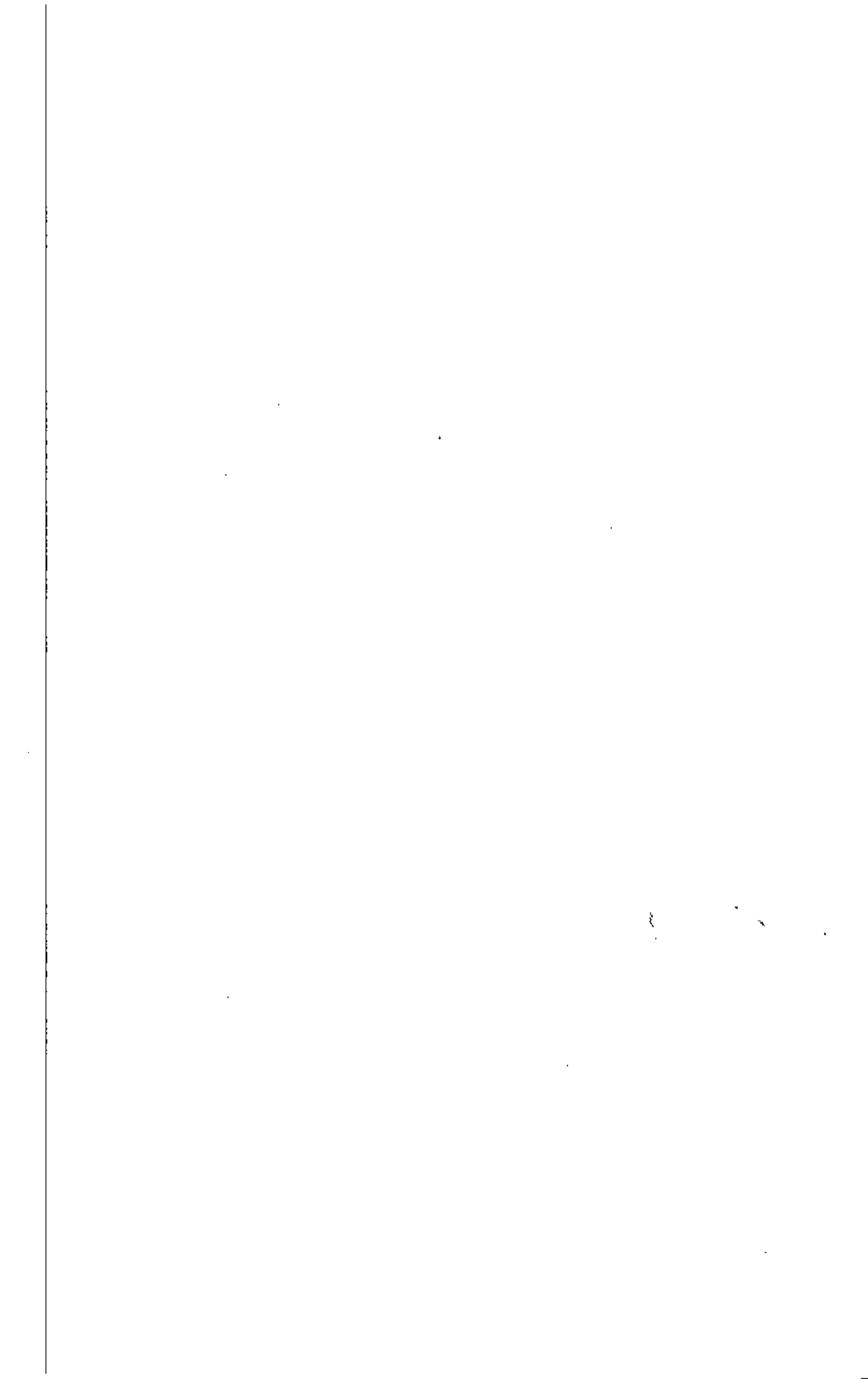
انفجرت الفقاعة المالية، التي كان الإنترنت وراء تكونها.

المحللون أساؤوا تقدير ردود أفعال المصارف التقليدية، وبالغوا في تفاؤلهم بدمقرطة البورصة، المصارف التقليدية عندما شعرت بأنها مهددة، ورأت زبائنها يتركونها إلى الإنترنت، أسرعت باقتراح عرض منافس، هذا أوقف هروب الزبائن، وأسرع في اختفاء المتعاملين الضعاف، وشجع مجدداً تركز السوق حول حفنة من الفعلة الكبار.

هكذا الإنترنت لم يضاعف عدد المساهمين، لكنه غير جزئياً من نمط الأداء، من المؤكد أن المستثمر الذي خطا الخطوة، وصار يدير محفظته بواسطة الإنترنت، في مصرفه، أو في مؤسسة متخصصة، لن يعود إلى الخلف نحو حل تقليدي.

(7)

برسيم الرأسمال.. وحمار العمال



الوضع الاعتيادي في المشروع الرأسمالي، أن العمال يحصلون على أجرة مقابل استخدام قوة عملهم، والرأسمالي يحصل على فائدة مقابل استثمار أمواله، بينما رب العمل يحصل على أرباح، وهي ما تتبقى له بعد دفع الأجور للعمال والفائدة للرأسمالي، الفائدة على الرأسمال محددة مسبقاً وكذلك الأجور، بينما الربح يظل غير معروف، ولا يتحدد إلا بعد تحقيق الإنتاج المطلوب، وتصريفه، وهذا يتوقف على حالة السوق والطلب على السلعة المنتجة، والذي يؤثر على أسعار الفائدة بالنسبة للرأسمال، والربح بالنسبة لرب العمل.

الرأسمالي ورب العمل يندمجان في أغلب الأحيان، كما تندمج الفائدة والربح، وعندما تدفع أجور الأجراء، فإن إنتاج عملهم يذهب إلى الرأسمالي ورب العمل، ويبرّر هذا بأن الأجور مضمونة السداد، حالما ينجز العمل ويتحقق الإنتاج، بينما الفائدة التي يطلبها الرأسمال، وخاصة الربح ليس مضموناً، وهما بهذا معرضان للخسارة، وبالتالي يستحقان الفائدة والربح. الاستثمار

مخاطرة نجد مكافأتها في الفائدة والربح.

إذا اعتبرنا هذه الحجة شرعية، باعتبار الفائدة والربح ثمن المخاطرة التي لا يتعرض لها الأجراء، إلا أن هذا لا يمنع من طرح سؤال: ولماذا لا يتحمل الأجراء أيضاً المخاطرة مع الرأسمال ورب العمل؟ وبالتالي يستحقون تقاسم الفائدة ـ الربح ـ معهما أو تقاسم الخسارة؛ عندئذ يزول مبرر المخاطرة لاستحواذ الرأسمالي ورب العمل على الفائدة والربح. ويصير من حق العمال ـ أيضاً ـ الحصول على الأرباح المتحققة من عملهم، حتى لو كان ذلك العمل يرجع إلى الرأسمال ورب العمل أيضاً، لكن الرأسمال ورب العمل لا يحققان وحدهما الفائدة والربح دون تدخل العمل.

البعض يذهب إلى أن العمل لا يثمر إنتاجاً دون تدخل الرأسمال ورب العمل، لكن هذه الحجة يمكن أيضاً عكسها: بدون العمل لن يثمر الرأسمال ولن ينتج رب العمل. فلماذا يستحوذ الرأسمالي ورب العمل على الإنتاج، ولا يحصل العمال إلا على أجرة؟

أضف إلى هذا أن كثيرين يرون صراحة أن الأجر الممنوح للعمال لا يعبر ولا يمثل مساهمة العمال في حياة وتطور شركة ما وفي إنتاجها، وأن الربح نتاج عمل جماعي، ولو كان ضمنه عامل الرأسمال والإدارة، إذن من غير الإنصاف أن هذا الربح لا يرجع، ولو جزئياً إلى أولئك الذين ساهموا فيه: عمال رب عمل

ورأسمال، وليس رب العمل والرأسمال وحده.

هذا التحليل النظري، يقال أنه أدى منذ سنوات، إلى وضع لوائح مشاركة الأجراء في نتاج وفي رأسمال شركاتهم، عن طريق بيع عدد من أسهم هذه الشركات للأجراء العاملين فيها. هذا يجعل منهم مساهمين ـ ملاك أسهم ـ في الشركات حيث يعملون أجراء.

هكذا في فرنسا، مثلا، باستثناء بعض حالات سابقة، فإن بداية مساهمة الأجراء، تؤرخ مع بداية حملة الخوصصة الأولى، التي قادتها حكومة شيراك، ابتداءً من عام 1986، حتى إن جزءاً من رأسمال الشركات المخوصصة، احتفظ به للأجراء، عند طرح أسهم هذه الشركات في البورصة.

هذه العملية أعطت دفعة قوية لتحقيق فكرة "الأجراء المساهمين" والإغراء كان قوياً، حتى في الوسط الاجتماعي المعادي للسوق، والمناهض للخوصصة، إن جعل الأجراء مساهمين في شركاتهم، وتغيير أوضاعهم من أجراء إلى أجراء مساهمين، مثل لهم، على الأقل، بوادر تحقيق أمل منتظر منذ زمن بعيد.

وما زاد في قوة الإغراء أن الشروط المعروضة للمساهمة، كانت تقدم ميزات عدة، أسعار أسهم مخفضة، أحياناً مجانية، أو مؤجلة السداد، مما مثل حفزاً لشراء الأسهم. هكذا نجد أن أكبر عدد من الأجراء المساهمين، يوجد في شركات القطاع العام السابقة التي

تمت خوصصتها.

فيدرالية المساهمين الأجراء F.A.S تذكر أن عددهم بلغ 140 ألف في شركة فرانس تيليكم، 100 ألف في شركة توتال، 80 ألف في شركة رينولت.

الظاهرة شاعت حتى تجاوزت مجموع الكاك40(*). شركة ميشلان مثلا فتحت رأسمالها للأجراء عام 2002 ـ 2003.

هذا الحدث المهم في حياة العمال، على خلفية ازدهار البورصة، حقق حوله التفافاً واسعاً، كثيرة من عمال العالم والأجراء صاروا مساهمين، وفي فرنسا وحدها 2 مليون أجير هم اليوم أجراء مساهمين في شركاتهم.

هل نرى في هذا خطوة نحو امتلاك الأجراء للرأسمال، وعداً تنازلياً لنظام الأجرة؟

لكن بكل حسن نية يمكن أن نتساءل: هل هدف مساهمة الأجراء في شركاتهم هو تحقيق عدالة غائبة منذ ظهور النظام الرأسمالي؟

هل صحا، أخيراً، ضمير الرأسماليين، واقتنعوا بحق الأجراء فيما يحققونه من أرباح للشركات، أم أن الهدف ليس هذا على

(*) كاك40 ـ CAC40 مؤشر في البورصة الفرنسية يتكون من مجموعة من الشركات.

الإطلاق، وأن ما يعلن، وما ينظر له البعض يخفي خدعة جديدة، ربما، أكثر دهاء وإتقانا؟

لكي نعرف الجواب، تمكن المقارنة بين الفوائد التي تعود على الطرفين، الشركات، والأجراء، لندرك في صالح من يجري الترويج لهذا النظام الجديد: مساهمة الأجراء.

بالنسبة لشركة ما، على النمط الرأسمالي بالطبع، مساهمة الأجراء لها فوائد عديدة منها. إنها تمثل نواة مساهمة مستقرة؛ إذ من المستبعد أن يبيع الأجير أسهم شركته، حيث يعمل، أو أن يشتري أسهم شركة أخرى حيث لا يعمل، إنه يربط بين عمله وأسهمه، ويعتقد أن أسهمه في صالح عمله؛ لأنها في صالح الشركة حيث يعمل.

إخلاص العامل للشركة حيث يعمل، يمنعه من بيع أسهمها أو المضاربة فيها، ولهذا فإن العمال المساهمين يكونون مستعدين للدفاع عن شركتهم في حال تعرضها لهجوم، هكذا، مثلاً، في عام 1999، عندما BNP ـ بنك ناسيونال دوباري ـ أراد شراء الشركة العامة 56 بنك، 10٪ من رأسمال الشركة العامة كان ملك الأجراء فيها، والذين يعارضون بيع الشركة، ولعبوا هكذا دوراً مهماً، أدى إلى أن BNP خسر المعركة.

هذا المثل قد يوحي بأن الأجراء المساهمين قد يصيرون قوة تحدد

مسار وسياسات الشركات، لكن الحال ليس على هذا النحو إلا نادراً جداً، وفق F.A.S الأجراء لا يحوزون، بشكل عام، في المتوسط، الأعلى 4.2٪ من رأسمال شركاتهم، ومن النادر أن تكون حصتهم مهمة لكي تلعب دوراً حاسماً في إدارة الشركات.

هذا يعني أن الرأسمال الأصلي، عن طريق مساهمة الأجراء، يحصل على دعم إضافي، أموال الأجراء، دون أن تكون مساهمة هؤلاء بقدر يؤثر في سياسة وفي إدارة الشركات؛ كما أن توسيع قاعدة الملكية[1] على هذا النحو، بإدخال الأجراء مساهمين في الشركات، يجعل منهم حماية لرأس المال، وضغطاً على الحكومات في صالح الرأسمال.

مساهمة الأجراء، على هذا، تجعل منهم رهينة، في يد الرأسمال، عن طريق التحكم في مصير مدخراتهم، إذا تجاوزنا هذه الاعتبارات، بحثاً عن الدوافع العميقة، وراء اقتراح وتطبيق نظام مساهمة الأجراء هذا، في النظام الرأسمالي، فإننا نجدها، كما يعترف أنصاره[2] في العلاقات الاجتماعية، ومحاولة إحلال علاقات

---

[1] توسيع قاعدة الملكية: هذا المصطلح لا يصدق إلا في حالة أن الملكية تكون محصورة في قلة يراد توسيعها عن طريق بيع الأسهم، أي زيادة عدد الملاك، بينما خوصصة القطاع العام على العكس هي تضييق قاعدة الملكية بنقلها من عامة إلى عدد من الأفراد مهما كثر.

[2] أنظر: تييري مالاندان: البورصة ص 105 ـ 109، نشر كافاليير بلو باريس 2003، د. رجب بودبوس مواقف 14، موقف 4: فصل المقال في العمل والرأسمال.

جديـدة، دون المسـاس بمصـالح الـرأسمال الأساسـية، العلاقـات الاجتماعـية، يقـول هـؤلاء، في تصـورها المـوروث عـن صـراع الطـبقات، مبنـية علـى علاقـات قـوة، بـين إدارة الشـركة، ممثلـي الـرأسمال، والأجـراء وعـالم العمـل. أربـاب العمـل يبحـثون عـن تحقـيق الأربـاح، بيـنما العمـال يحرصـون علـى دفـع امتـيازاتهم وأجـورهم إلى أقصـى حد، العلاقة إذن؛ لابد وأن تكون صراعية، تعـبر عـن تـناقض مصالح، مصـالح أربـاب العمـل أربـاح أكبر، لكن هـذا علـى حسـاب الأجـور وميـزات الأجـراء، مصالح العمال أجور أعلى وميزات أكثر، لكن هذا على حساب أرباح أرباب العمل.

بالنسـبة لمنظـري مسـاهمة الأجـراء، هـذه الوضـعية الاجتماعـية يمكـن أن تـتغير، عـندما يصـير الأجـير هـو أيضـا مسـاهماً، أي مالكاً لجـزء مـن الـرأسمال؛ عـندئذ تأمـل الشـركة قلـب علاقـات القـوة، ويصـير "الـربح مـن أجـل الـرأسمال" و"الميـزات مـن أجـل الأجـراء" مفاهيماً تلتقي في صالح الشركة، حيث الرأسمال والأجراء يتحدّان. وكـل مـنهما يحصـل علـى ميـزات، العامـل عـندما يعمـل لـزيادة الإنـتاج، أي لتحقـيق أربـاح للشـركة، فإنـه أيضـاً يعمـل مـن أجـل أسهمه في الشركة.

هكـذا سـارع الـبعض متفائلاً، مـؤكداً أن نظـام مساهمة الأجراء يعني أخيراً المصالحة بين العمل والرأسمال.

هذا يحقق مصالح الرأسمال بشكل مؤكد، وربما أيضاً مصالح العمال كمساهمين، لكنه ليس من المؤكد تحقيق مصالح العمال كأجراء.

الإضرابات، التكاسل والتحايل، المطالبة بزيادة الأجور، وغير ذلك من الميزات، تفقد مبررها؛ لأن كل زيادة في الأجور وفي الميزات هي خصم من الأرباح، وبالتالي خصم أيضاً من أرباح الأجير المساهم، أما الإضرابات، فإنها تضر العمل وتؤثر سلباً على الإنتاج، والذي ينعكس سلباً على الربح، وبالتالي على أرباح الأجراء المساهمين، الرأسمالية هكذا، ربما تنجح في جعل العامل أداة فعالة لاستغلال نفسه في صالح الرأسمال. الصراع إذن؛ لم يعد بين الرأسمال والعمل، وإنما بين العامل كأجير والعامل كمساهم في الرأسمال.

مع ذلك هذه المعادلة الجديدة تقوم على قواعد هشة:

ـ البعض أشار إلى أنها تجعل الأجير في حالة انفصام، في مواجهة قرارات يمكن أن تكون في صالحه كمساهم، وليست في صالحه كأجير. مثلاً تجميد الأجور، إغلاق أو انتقال المصنع، خطط التقاعد المبكر، هذه الإجراءات تبدو في صالحه كمساهم، لكنها ليست كذلك بالنسبة له كأجير؛ هل عليه دعمها والقبول بها باعتباره مساهماً أم مقاومتها ورفضها باعتباره أجير؟

هذا الانفصام أضعف العمال، ممثلي عمال بعض الشركات، اعترفوا بصعوبة حشد العمال ضد قرارات تضر بمصالح الأجراء، هؤلاء نسبة منهم مساهمون، يجدون صعوبة في معارضة قرارات لصالحهم كمساهمين وضدهم كأجراء. لكن عندما يقبلون بها كمساهمين، فإنهم يتكبدون سلبياتها كأجراء، وإذا رفضوها كأجراء، تكبدوا سلبياتها كمساهمين في الرأسمال.

هذا التناقض يشل قدرتهم على اتخاذ قرار، ويضعف من الروح النضالية، لقد أشار ممثل العمال إلى أن نتاج ذلك أن الأجراء هم أضعف في شركاتهم، حيث يساهمون، ممّا هم في الشركات الأخرى.

هل تنجح جزرة الرأسمالية هذه في إدخال التناقض في صميم العمال لتجعل منهم ضد أنفسهم، وتشل قدرتهم وتعطل روحهم النضالية؟

في حالة عجز الشركة، أو حتى إفلاسها، فإن الأجير المساهم يخسر دخله مع عمله، ويخسر أيضاً جزءاً مهماً من مدخراته التي يحتفظ بها للتقاعد، الرأسمالي يخسر ربما ماله، لكن الأجير المساهم يخسر معاً ماله المدخر وعمله. حالة شركة ENRON معبرة في هذا الخصوص، بين ليلة وضحاها أجراء هذه الشركة الأمريكية، خسروا أعمالهم، ومدخراتهم التي ادخروها للتقاعد.

معنى هذا أن مساهمة الأجراء في شركاتهم، تكون دائماً، ربما قصداً، بشكل لا يؤثر على سياسة وإدارة الشركات حيث يساهمون ويعملون، وبالتالي عائدهم من الأرباح ضعيف، لكنهم يتحملون خسارة مزدوجة: خسارة أعمالهم والإنترنت، بينما ليس هذا هو حال أصحاب الرأسمال.

إن استثمار مدخراته في شراء شركاتهم، دون أن تكون هذه مؤثرة في سياسة وإدارة الشركات، يجعل منهم رهينة، ويجري التحكم فيهم من خلال فرص عملهم، ومن خلال مدخراته أيضاً.

إن منتقدي مساهمة الأجراء في شركاتهم، يرون أنه ليس من الضروري انتظار إفلاس الشركة؛ إذ يمكن حدوث هزات وحتى انهيارات في البورصة، وفي أسعار أسهم الشركة، والتي تذهب بمدخرات العمال المساهمين، لقد رأى هؤلاء النقاد، في هذا خديعة؛ حيث إن إدارة الشركة تحصل فعلياً على تنازلات من الأجراء مقابل أوهام.

بالنسبة لهم الأمر يتعلق بخديعة رأسمالية جديدة؛ من أجل استعباد العمال وليس مصالحة بين الرأسمال والعمل.

إذا لاحظنا أن انتشار هذا الأسلوب تزامن مع حملات خوصصة القطاع العام، فإن الهدف منه يصير واضحاً: تمرير الخوصصة وبيع القطاع العام. مساهمة الأجراء تجعلهم يقبلون الخوصصة، إذا

تصورنا أن الخوصصة تجري دون هذا الإغراء، فإننا سنتصور المقاومة التي تواجهها، إغراء الأجراء ببعض الأسهم، في الشركات المخوصصة، بشل مقاومتهم، ويدخل التناقض في صميم عالم العمل، الدليل على هذا أننا نجد العدد الأكبر من الأجراء المساهمين في شركات القطاع العام المخوصصة، المساهمة هكذا طعماً يجعل العمال يبلعون الخوصصة.

لكن هذا الأسلوب لم يجعل الأجير في وضع انفصامي، بين كونه أجيراً ومساهماً، بين الأجرة وربح الأسهم، في مواجهة قرارات الشركة حيث يعمل ويملك أسهماً، فقط، وإنما أيضاً في وضع انفصامي بين كونه مواطناً، ومالك أسهم، إن ملكية أسهم، والربح المنتظر، يجعلانه يستخدم حقه السياسي، كمواطن، في صالح الرأسمال، والذي ليس في صالحه كمواطن، أو على الأقل في موقف متناقض بين مصالح الأجراء أمثاله، ومصالح الرأسمال المساهم فيه، إنه قد يعارض سياسات عامة في صالح الأجراء، باعتباره مساهماً في الرأسمال، ويعارض أحياناً ما هو في صالح الرأسمال باعتباره مواطنا، هذا التخبط لابد من أن تكون له آثار على الحياة السياسية في المجتمع.

إذا تجاوزنا ما سلف، ولجأنا إلى التاريخ، فإننا ندرك جوهر الدافع إلى نظام مساهمة الأجراء في نظام رأسمالي.

في نظام العبودية، التاريخي، العبد يعمل، ينتج، مقابل ما يمكنه من البقاء على قيد الحياة، فهو غير معني بزيادة الإنتاج، ويميل إلى التكاسل أكثر مما هو مدفوع إلى الفعالية والنشاط، وتستحيل مراقبته بدقة، وإجباره على الإنتاج بشكل منظم ومتواصل.

يماثل هذا نظام الأجرة، الأجرة هي تكاليف معيشة العمال للبقاء أحياء، أو هي على الأصح، تكاليف إنتاج قوة العمل. هنا أيضاً العامل غير معني بزيادة الإنتاج، مثل العبد في نظام العبودية، مهما عمل وأنتج لن يحصل إلا على تكاليف إنتاج قوة عمله.

كيف يمكن جعل العبد معنياً بزيادة الإنتاج دون المساس بمصالح الإقطاع؟

وهكذا أيضا: كيف يمكن جعل الأجير معنياً بزيادة الإنتاج دون المساس بمصالح الرأسمال؟

الخدعة الأولى توصل إليها الإقطاع، فيما يسمى نظام القنانة، القن ليس عبداً؛ إنه حر، يعمل وينتج ويحصل على نسبة من إنتاجه، إذن كلما زاد إنتاجه زادت حصته، عمله وجده من أجل زيادة حصته يقود إلى زيادة حصة الإقطاعي، بالطبع حصة القن من إنتاجه تمثل نسبة ضئيلة من مجمل الإنتاج، هذا يعني أن زيادة الإنتاج هي في صالح الإقطاعي أكثر منها في صالح القن، ولا يحصل القن إلا على ما يبقيه حياً.

لكن ميزة هذا النظام أن الإقطاعي لم يعد في حاجة لرقابة القن ولا إجباره على العمل والإنتاج، إن الأمل في زيادة حصته ـ الضئيلة دائماً ـ يجعل القن يجيد استغلال نفسه.

على هذا النحو أفسر بيع بعض أسهم الشركات للعاملين فيها، وتحويلهم إلى أجراء مساهمين.

إن نسبة الأسهم التي يملكونها، تكون دائماً ضئيلة بالنسبة لرأسمال الشركة، إما لسبب يرجع إلى الأجير نفسه؛ قدرته على شراء أسهم محدودة بسبب محدودية دخله، أو أحياناً قصداً، لكن مع ذلك كونه مساهماً في الرأسمال، يجعله يعتقد أن عمله وجده، وأيضاً التنازل عن مطالبه، وحتى حقوقه كأجير، هي في صالح أرباحه كمساهم، لكن، في الحقيقة، ما يعود عليه من الأرباح، كمساهم، لا يتناسب مع مساهمته في العمل كأجير، ويكون ذلك في صالح الرأسمال أكثر منه في صالح الأجير المساهم.

لكن هذا النظام، مثل نظام القنانة، يعفي الرأسمالية من الرقابة وإرغام العمال على العمل، ويزيل سبب الإضرابات، والتكاسل عن العمل، ولا يكون الرأسمالي طرف صراع مع الأجراء؛ لأن التناقض يصير في صميم الأجير، نفسه، وبين الأجراء المساهمين وغيرهم. ويقدم حافزاً للعمل والإنتاج، وإن كان هذا الحافز مثل جزرة أمام حمار.

هذا التفسير لم يثر الانتباه، عندما كانت البورصة مزدهرة، والأسهم تحقق دخولاً، حتى للأجراء المساهمين، لكنه وجد صدى قوياً بعد سنوات قليلة من الانخفاض المتواصل في أسعار البورصة، خاصة أن أسعار أسهم بعض الشركات، في البورصة، انهارت.

الأجراء المساهمون بدأوا ينتبهون إلى أنهم يضعون مدخراته في أيدي آخرين يغامرون بها، دون تأثير لهم عليهم، فصاروا يطالبون بضمان أسهمهم، لكن هذا نقيض الرأسمالية.

مساهمة الأجراء في رأسمال شركاتهم، حيث يعملون، مهما كانت اليوم غير ذات أثر محسوس، على سياسة وإدارة هذه الشركات، صارت حقيقةً لا يمكن التراجع عنها، لكنها يمكن أن تقود إلى عكس ما كانت تخطط له الرأسمالية.

(8)

البورصة : وماذا بعد؟

يزعم كثيرون أن البورصة أداة مهمة في تفعيل وتنشيط وتطوير الاقتصاد في مجتمع ما، ويبالغ أنصار الليبرالية الاقتصادية حتى جعلها شرط الفعالية والتطور الاقتصادي، إنها محرك الاقتصاد ومركز جهازه العصبي، غيابها يؤدي إلى الركود، الذي تطرح الاقتصاديات في الكتلة الشرقية ـ سابقاً ـ مثالاً عنه.

حجتهم أن الشركات والمشروعات، لكي تعمل، تنتج وتتطور، في حاجة إلى رؤوس الأموال، وأن توظف هذه حيث الحاجة ماسة إليها، ما يتوفر لدى ملاك الشركات والمشروعات لا يكفي، أو لم يعد يكفي أخذاً في الاعتبار تطور النشاط الاقتصادي.

إذن الحاجة ماسة إلى زيادة مصادر التمويل المالي. هذه الأموال التي تحتاجها الشركات والمشروعات متوفرة عند الخواص وعند المؤسسات المالية، والذين لا يعرفون أحيانا كيف استثمارها ولا أين يمكن ذلك.

تعطيل هذه الأموال يمثل خسارة كبيرة؛ لأن استثمارها يتطلب معرفة مواقع الاستثمار وفرصه، وهذا من الصعب توفره حتى في

المدينة الواحدة، والبلد الواحد. ولأن وجود فرص استثمار في نفس المدينة أو في مدينة أخرى لا يعلم بها مالك المال، يجعله يفقد فرص استثمار كثيرة، بينما الشركات والمشروعات المحتاجة للمال لا تعرف كيف ولا أين تجده.

أما الاعتماد على التمويل العمومي، فإن هذا لا يستثمر دائماً، حيث يجب أن يستثمر، السوق وحده يجعل الاستثمار ممكناً وفعالاً ويكون حيث الحاجة ماسة إليه. المستثمرون الخواص والمؤسسات المالية الخاصة، لا تضع أموالها كيفما اتفق، وإنما حيث يكون لها مردود.

لكن كيف للخواص وللمؤسسات المالية معرفة أين تكون الحاجة ماسة إلى الاستثمار؟ إنها البورصة.

البورصة عندئذٍ هي ملتقى ملاك المال، مع الذين هم في حاجة إلى هذا المال، هؤلاء يطرحون في البورصة، أسهم شركاتهم أو مشروعاتهم، بينما ملاك المال يستثمرون أموالهم بشراء هذه الأسهم أو السندات الأخرى.

هكذا الشركات والمشروعات تحصل على التمويل، وملاك المال على الأرباح.

الأساس الأول، الذي تقوم عليه البورصة، هو توفير المعلومات

لملاك الرأسمال وللشركات والمشروعات.

المستثمر يصير ملماً بكل مواقع وفرص الاستثمار، أينما كانت اليوم على مستوى العالم، وملماً أيضاً بأحوالها، والفرص التي تعرضها، وأسعار الأسهم.. كما تجعل طلاب الرأسمال ملمين أيضاً وقادرين على التواصل مع ملاك الرأسمال، أينما كانوا.

هكذا بواسطة البورصة، تجد أموال الخواص والمؤسسات الاستثمارية، طريقها إلى الاستثمار، وبالتالي تمويل الاقتصاد.

لكن؛ لأن المستثمر حريص على أمواله، فإن هذا يجعل البورصة أداة تقييم مستمر لأداء الشركات والمشروعات.

إذن؛ من وجهة النظر هذه، البورصة تمول الاقتصاد بضخ أموال الخواص والمؤسسات في النشاط الاقتصادي.

لكن بطبيعة النظام الرأسمالي، المستثمر، مالك الأموال، لا يذهب إلى البورصة من أجل الإحسان أو عمل الخير، إنه يطلب الربح، واستثمار أمواله، أي جعلها تثمر. هذا لا يأتي فقط من خلال شراء الأسهم والسندات التي يراها مربحة؛ بل أيضاً من خلال إمكانية بيع أسهمه وسنداته، حالما يرى ذلك مربحاً أو ضرورياً.

هكذا الأساس الثاني هو حرية الشراء والبيع. حرية الشراء ترتبط

بحرية البيع ، وحرية البيع يمكن أن تكون حافزاً أساسياً للشراء ، بينما الشراء يستلزم حرية البيع.

حرية الشراء ترتبط هكذا بحرية البيع ، ولا يمكن في هذه الحالة ، وضع حدود للشراء ـ تحديد عدد الأسهم ـ ولا وضع قيود زمنية أو كمية على البيع. المستثمر في البورصة ، لا يشتري أسهماً إلا إذا كان متيقنا من إمكانية بيعها ، عندما يتبدى له ذلك مربحاً. كل تقييد للبيع كما كل تقييد للشراء ، يجعل المستثمر يحجم عن التعامل مع البورصة ، تقييد البيع يعني تقليص المشترين الافتراضيين للأسهم ، وبالتالي يقلص من المنافسة ومن فرص الربح ، كما أن تقييد الشراء له نفس المفعول.

إذن الشرط الأساسي لأداء البورصة ، هو حرية الشراء والبيع بدون أي قيود. خلاف ذلك يجعل من البورصة اسماً بدون محتوى.. التفكير في وضع قيود زمنية أو كمية على البيع وعلى الشراء يقود إلى بورصة عمومية ، على غرار قطاع عام ، لكنها تفقد خواص البورصة وأسس القطاع العام ، والنتيجة الفشل ؛ لأن المستثمرين الخواص غير ملزمين بالتعامل مع هذه البورصة العمومية.

حيث إن الهدف هو جذب المستثمرين ، عن طريق توفير فرص الربح ، فإن تقييد البيع والشراء يتعارض أساساً مع هذا الهدف المستثمر يأتي إلى البورصة باحثاً عن فرص الربح ، يشتري أسهماً

وهو مقتنع بإمكانية بيعها عند اللحظة المناسبة، إما تحقيقاً للأرباح، أو حتى تفادياً للخسارة. هكذا تقييد البيع والشراء يجعل المستثمر، إن وجد، يتكبد الخسارة دون إمكانية فعل ما، وتضيع عليه أيضاً فرص ربح أكبر.

حرية البيع والشراء، هذه، التي تمثل روح البورصة، ليست مع ذلك بدون سلبيات؛ إذ حالما تطرح شركة ما أسهمها للبيع سواء كانت شركة جديدة، أو استهدافاً لزيادة الرأسمال، وحالما يتم شراؤها من قبل المستثمرين، خواصاً أو مؤسسات، يصير من حقهم بيعها، حتى في اللحظة التالية، طلباً للربح أو تفادياً للخسارة.

السوق الابتدائي لا يدوم إلا لحظة، بينما يسود السوق الثانوي كل الوقت.

الطلب على الأسهم يقود إلى ارتفاع أسعار الأسهم، ويؤدي إلى زيادة الطلب عليها؛ لأن مؤشر الأسعار يوحي بأرباح افتراضية.

السهم حالما يطرح في البورصة، يتحدد سعره وفق العرض والطلب، على الأسهم، وهذا شيئاً فشيئاً يقود إلى أن الأسهم، وغيرها من المشتقات المالية، تصير تطلب في ذاتها، كسلعة، يجرى بيعها وشراؤها. ويؤدي غداً إلى فصل الأسهم عن شركاتهم، فتصير تقيم حسب أحوال العرض والطلب على الأسهم في

السوق، وليس وفق قيمة الشركة الاقتصادية، حتى أن قيمة الأسهم تصير تفوق قيمة الشركة، ويجعل قيمة الأسهم لا تتناسب مع قيمة الشركة الاقتصادية؛ وهذا أدى إلى ظاهرة أن قيمة الشركة الاقتصادية تفوق قيمة الأسهم، بسبب عدم الطلب على أسهمها، وأحياناً أخرى، على العكس قيمة الشركة وحجمها أقل من قيمة أسهمها في السوق، ما يحكم قيمة الأسهم في السوق ليس قيمة الشركة الاقتصادية، وليس تقدير موضوعي لنشاط وأهمية الشركة، وإنما نتاج طلب الآخرين على الأسهم، والذي يتأثر كثيراً بالدعاية وروح التقليد، وجعل من البورصة كازينو قمار.

هذا التفاوت بين قيمة الأسهم وقيمة الشركات، أنتج ما سمى فقاعة مالية، والتي تعني أن القيمة البورصية تفوق كثيراً القيمة الحقيقية للشركات المسجلة في البورصة، أي أن ارتفاع القيمة البورصية هو ارتفاع ورقي، ليس حقيقياً، نتاج بيع وشراء الأسهم، شبه مستقلة عن شركاتها.

هذا يشبه رهن شيء قيمته الحقيقية 1000 دينار مقابل 100.000 دينار.

هكذا هذه الفقاعة المالية لا تعيش طويلاً، انفجارها يقود إلى انهيار البورصة.

لكن طبيعة البورصة تجعلها تنهض مجدداً، بعد الانهيار يأتي

الازدهار، وفقاعة مالية جديدة.. شبه حلقة مفرغة!

هـذا يعـني أن ثمـة نشـاطات في البورصـة، تتمـثل في بـيع وشـراء الأسـهم والسـندات والالتـزامات، والمشـتقات المالـية الأخـرى، تستحوذ علـى 95٪ مـن أداء البورصـة، بينما ما يوجه حقاً لتمويل الاقتصاد لا يـزيد عن 5٪. الحجم المالي في البورصة يفوق جداً قيمة الشركات المسجلة فيها، وبهذا فإن مبرر أن البورصة تمول الاقتصاد يصير غير جاد، إن نشـاط البورصـة الخـاص بهـا، يستوعب أغلـب نشـاطها، ممـا يـؤدي إلى ضـرورة الـبحث عـن مصادر أخرى لتمويل الاقتصاد، مـن غـير البورصة، فهـذه، كمـا رأينا لـن توجه لتمويل الاقتصـاد إلا جـزءاً يسـيراً. الفقاعـة المالـية، وانفجارهـا، ومـا تـرتب عنه، طرح شكوكاً عميقة في جدوى البورصة.

إذاً كـان التمويل العمومي عليه ما عليه من مآخذ، وإن البورصة تطـرح علاجـاً، لكـن مـا جـدوى أداة لا تـوجه لـتمويل الاقتصاد إلا جزءاً يسيراً جداً من حجم أموالها؟

البورصـة إذن؛ حيث هـي عـريقة، تمر بأزمة معنوية عميقة، من هو المسؤول؟

الشــركات تــتهم مؤسســات المضــاربات والوســطاء وإدارات المؤشـرات، والمسـتثمرون يـتهمون الشـركات بالـتلاعب بالحسـابات والخداع، واصطناع ارتفاع زائف لأسعار الأسهم.

البعض صار يتساءل جدياً عن مصلحته في البقاء في البورصة أو الانسحاب منها، وعدد الشركات في البورصة بدأ يتناقص منذ عدة سنوات، باحثة عن مصادر تمويل أخرى. والتمويل العمومي لازال مهماً، البنوك ومفوضو الشركات يكنسون أمام أبوابهم، ويمارسون النقد الذاتي، ولا يترددون في توجيه الاتهام إلى قيادات الشركات، بأنها كذبت وغشت، أو أنها كانت غير واعية، أو مغامرة.

معركة المساهمين الصغار تدور حول عوائدهم: إنهم لا يقبلون أن مدير شركة يرتفع دخله بينما عوائد المساهمين تنهار. حقوق شراء أسهم بأسعار محددة، الممنوحة لقيادات الشركات، والتي تستهدف توافق مصالح القيادات مع مصالح المساهمين، من أجل ارتفاع أسعار البورصة، جعلت قيادات الشركات أكثر اهتماما بأسعار البورصة من الاهتمام بتطوير شركاتهم، وتمخضت عن فوارق صارخة في حالة انخفاض الأسعار: القيادات لا تخسر شيئاً؛ بل إن حقوق شراء جديدة تمنح لهم، بينما المساهمون يخسرون، أو عليهم الاكتفاء بالخطابات.

أما الأجراء فإنهم يتكبدون نتائج مغامرات قيادات شركاتهم في البورصة، وحقوق شراء الأسهم بأسعار محددة، الممنوحة لقيادات الشركات تجعلهم حريصين على ارتفاع أسعار الأسهم، وهذا يتواكب مع تقليص فرص العمل، وبينما الشركات تحقق أرباحاً

خيالية، يقذف بالأجراء إلى البطالة ومستقبل مظلم.

أما الحجم المالي لأسهم الشركات فإنه لا يتناسب مع قيمة الشركات الحقيقية، والسعي لرفع أسعار الأسهم، في البورصة، يؤدي إلى فقاعة مالية، أما الأسهم فقد انفصلت، تقريباً، عن الشركات وعن الإنتاج، لتصير سلعة تباع وتشترى في ذاتها، وأدخل المساهمين في تناقض مع الأجراء.

عندئذ يجب أن يطرح سؤال: ولماذا البورصة؟

حجة أنها تمول الاقتصاد وتوفر رأسمال للشركات والمشروعات، تكشّفت خادعةً؛ إنها في أفضل الأحوال لا تقدم إلا 5٪ من نشاطها لتمويل الاقتصاد بينما 95٪ يمول نشاطاً ذاتياً مالياً صرفاً. هل هذه النسبة تبرّر وجود البورصة؟

ألا تستوجب التجربة المعاشة في عدة بلدان البحث عن مصدر أو مصادر أخرى لتمويل النشاط الاقتصادي؟

لقد عرضنا حالة بورصات عريقة.. فهل من يتعظ؟[*]

(*) أنظر:

1 ـ تيير مالاندان: البورصة، نشر: كافالييه بلو. باريس.

2 ـ فيليب لابارد. برنارد ماريس: البورصة أو الحياة: التلاعب بصغار المساهمين، نشر: البان ميشل. باريس.

3 ـ د. رجب بودبوس مواقف 10، موقف 3. البورصة مصنع الوهم النقودي، الدار الجماهيرية. طرابلس.

قائمة المراجع العامة

للاستزادة أنظر:

- Thiery Malandain: La Bourse. Le cahier bleu. Paris.

- Phiplippe Labard. Bernard Maris: La Bourse ou la Vie: La Grande Manipulation des Petyits Actionaires. Albin Michel. Paris.

- Annie Fouquet. Frederic le Maitre: Demystifier la Mondialisation de L'economie. Les editions d'organisation. Paris.

- Viviannne Forrester: Une Etrange Dictature. Fayard. Paris.

- Gerard Lafay: Comprendre la Mondialisation . Economica - Paris.

- Rene Passet: L'illusion Neo -liberale. Fayard. Paris.

د. رجب بودبوس:

- مواقف 10، موقف 3، البورصة مصنع الوهم النقودي.

- مواقف 14، موقف 4، فصل المقال في العمل والرأسمال. الدار الجماهيرية، طرابلس.

أعمال الأستاذ الدكتور رجب بودبوس

أ- مؤلفات ودراسات:

1 - التخيل: مخطوط بالفرنسية : رسالة ماجستير. 1973.
2 - في المنفى: رواية. قورينا، بنغازي 1975.
3 - ثلاثي المثالية. المنشأة الاشتراكية 1976.
4 - أنطولوجيا الحرية. مخطوط بالفرنسية: دبلوم الدراسات المعمقة 1976.
5 - الحرية. رسالة دكتوراه: مخطوط بالفرنسية 1977.
6 - محاضرات في النظرية العالمية الثالثة. الدار الجماهيرية 1980.
7 - في الحل الاشتراكي ، الدار الجماهيرية 1982.
8 - نحو تفسير اجتماعي للتاريخ ، الدار الجماهيرية 1982.
9 - محاولة في علم الثورة ، الدار الجماهيرية 1985.
10 - أخلاق الاجتماع، دار المعارف، تونس 1983، 1990.
11 - الدين والعقل، الدار العربية للكتاب، تونس، طرابلس 1988.
12 - الفوضوية ، معهد الإنماء العربي، بيروت 1989.
13 - تفسير اقتصادي، الدار الجماهيرية 1989.
14 - مواقف1 ، الدار الجماهيرية 1989.
15 - أدبيات، الدار الجماهيرية 1992.
16 - الإسلام ومسألة الحكم، الدار الجماهيرية 1993.
17 - مواقف2 ، الدار الجماهيرية 1993.
18 - مواقف3 ، الدار الجماهيرية 1994.
19 - مواقف4 ، الدار الجماهيرية 1994.
20 - مواقف5 ، الدار الجماهيرية 1995.
21 - فلسفة الفلسفة جـ1 ، الدار الجماهيرية 1995.

22 - فلسفة الفلسفة جـ2 ، الدار الجماهيرية 1995.

23 - فلسفة الفلسفة جـ3 ، الدار الجماهيرية 1995.

24 - تبسيط الفلسفة ، الدار الجماهيرية 1996.

25 - مواقف6، الدار الجماهيرية 1996.

26 - محاضرات في الفلسفة المعاصرة، دار الأنيس، مصراته 1996.

27 - القاموس السياسي، الدار الجماهيرية 1996.

28 - مواقف 7، الدار الجماهيرية 1998.

29 - مواقف 8، الدار الجماهيرية 1998.

30 - مواقف 9، الدار الجماهيرية 1998.

31 - نقد العقل الاقتصادي جـ 1 ، الدار الجماهيرية 2000.

32 - مواقف 10 ، الدار الجماهيرية 2000.

33 - ثأر الاجتماعي ، دار الرواد ، الآفاق الجديدة ، طرابلس ، بيروت 2000.

34 - نقد العقل الاقتصادي جـ 2 ، الدار الجماهيرية 2001.

35 - مواقف 11 ، الدار الجماهيرية 2001.

36 - العولمة بين الأنصار والخصوم ، دار تالة ، الانتشار العربي ، طرابلس ، بيروت 2002.

37 - ماضي المستقبل : صراع الهوية والوطنية في عالم يتعولم ، دار تالة ، الانتشار العربي ، طرابلس ، بيروت 2002.

38 - في الطريق الثالث : مركز دراسات الكتاب الأخضر 2002.

39 - نقد العقل الاقتصادي ج 3 ، أكاديمية الفكر الجماهيري ، المركز العالمي 2003.

40 - مواقف 12 ، أكاديمية الفكر الجماهيري ، المركز العالمي 2003.

ب- أعمال مشتركة :

41 - المحافظية والتقدمية ، أعمال ندوة جنيف : أزمة الديمقراطية ، نشر I.P.O فيينا. بالفرنسية 1985.

42 - الإرهاب وضد الإرهاب ، أعمال ندوة جنيف حول الإرهاب ، نشر I.P.O فيينا. بالفرنسية 1987.

43 - عالم القطب الواحد والديمقراطية. ندوة قسم الفلسفة. جامعة انسبرون. النمسا، نشر I.P.O فيينا.، بالفرنسية 1995.

44 - قضايا سياسية : الدار الجماهيرية 1996.

45 - الشروط الضرورية للحوار، ندوة قسم الفلسفة، جامعة أنسبرون، النمسا، نشر I.P.O فيينا، بالفرنسية 1998.

46 - العولمة والدولة الوطنية، مائدة مستديرة. قسم الفلسفة. جامعة ميونيخ، ألمانيا، نشر جمعية الجماهير للفلسفة. بالفرنسية 2000.

47 - عودة الاشتراكية، الحوار الثاني من أجل عالم أفضل. 1995 طرابلس، نشر جمعية الجماهير للفلسفة. بالإنجليزية. فيينا 2002.

ج- ترجمة. تقديم. ومراجعة ترجمة.

48 - الآلة الجهنمية : ألفدر جان كوكتو، مجلة قورينا. كلية الآداب. بنغازي 1971.

49 - في انتظار قودو : صمويل بيكت، صحيفة الحقيقة. بنغازي 1971.

50 - قيام وانهيار القوى الكبرى : بول كندى، مراجعة ترجمة وتقديم. الدار الجماهيرية 1993.

51 - فكرة ما عن الجمهورية. جـ ب شوفاغو، مراجعة ترجمة : الدار الجماهيرية 1993.

52 - اللعبة الكبرى. هنري لورانس، مراجعة ترجمة. الدار الجماهيرية 1993.

53 - مدخل إلى الفلسفة، ترجمة وتقديم. الدار الجماهيرية 1994.

54 - الرأسمالية والاشتراكية. البيرتيني، ترجمة وتقديم. الدار الجماهيرية 1994.

55 - بعد الشيوعية سقوط الرأسمالية. رافي بنزا، ترجمة وتقديم. الدار الجماهيرية 1998.

56 - الولايات المتحدة طليعة الانحطاط. ر. جارودي، ترجمة وتقديم 1998.

57 - محاكمة العولمة1 غولد سميث. جيرى ماندير، ترجمة وتقديم. المركز العالمي 2002.

58 - محاكمة العولمة2 . غولد سميث. جيرى ماندير، ترجمة وتقديم. المركز العالمي 2002.

تم طبع هذا الكتاب في شهر ديسمبر 2004
بشركة «أوربيس للطباعة» - قصر سعيد تونس
الهاتف : 701 547 71 - الفاكس : 235 546 71

البعض صار يتساءل جدياً عن مصلحته في البقاء في البورصة أو الانسحاب منها، عدد الشركات في البورصة بدأ يتناقص منذ عدة سنوات، باحثة عن مصادر تمويل أخرى. والتمويل العمومي لازال مهماً، البنوك ومفوضو الشركات يكنسون أمام أبوابهم، ويمارسون النقد الذاتي، ولا يترددون في توجيه الاتهام إلى قيادات الشركات، بأنها كذبت وغشت، أو أنها كانت غير واعية، أو مغامرة.

معركة المساهمين الصغار تدور حول عوائدهم: إنهم لا يقبلون أن يرتفع دخل مدير الشركة بينما عوائد المساهمين تنهار. حقوق شراء الأسهم بأسعار محددة، الممنوحة لقيادات الشركات، جعلتها أكثر أهتماماً بأسعار البورصة من الاهتمام بتطوير شركاتها، وتمخض ذلك عن فوارق صارخة في حالة انخفاض الأسعار.. فالقيادات لا تخسر شيئاً؛ بل إن حقوق شراء جديدة تمنح لهم، بينما المساهمون يخسرون، وعليهم الاكتفاء بالخطابات.